

Leasing no Brasil: aspectos do arrendamento mercantil*

Roberto Shoji Ogasavara**

Os trabalhos até agora disponíveis no Brasil sobre *leasing* têm-se restringido quase que exclusivamente a uma avaliação comparativa com a compra financiada, sob o enfoque denominado contábil, tentando detectar qual a modalidade que provisionaria a um usuário um determinado fluxo de serviços de capital a um custo financeiro menor. Mesmo de maneira incipiente, o estudo do *leasing* sob o enfoque econômico contribui para um melhor entendimento do *leasing*, especialmente para a caracterização dos seus dois tipos básicos: o operacional e o financeiro. O *leasing* como praticado no Brasil segue fundamentalmente o tipo financeiro, em decorrência de condicionantes associadas às arrendadoras, do lado da oferta de determinados fluxos de serviços de capital, bem como da legislação básica do arrendamento mercantil. Para o usuário, o *leasing* financeiro pode-se revelar um instrumento alternativo mais vantajoso que a compra financiada, desde que dispositivos tributários e mecanismos de financiamento de operações passivas para as arrendadoras sejam adequados.

I. Arcabouço teórico: 1. Conceito de *leasing*; 2. Tipos de *leasing*; 3. Enfoques econômico e contábil; 4. Alguns modelos do enfoque contábil; 5. Enfoque econômico; 6. A atratividade relativa do *leasing*; 11. *Leasing* no Brasil: 7. As instituições financeiras e a prática do *leasing*; 8. O arrendamento mercantil como praticado no mercado; 9. Razões para o crescimento do *leasing*; 10. Realização de alguns testes empíricos; 11. O papel do *leasing* no mercado de capitais como fonte de recursos para investimentos a longo prazo.

I. Arcabouço teórico

1. Conceito de *leasing* ¹

A idéia do *leasing* é baseada na concepção econômica de que o fato gerador de rendimentos para uma firma é o uso e não a propriedade de um bem. Assim, em

* Dissertação de mestrado submetida à Congregação da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.

** O autor é economista do Departamento Econômico do Banco Central.

¹ Utilizaremos o termo *leasing* normalmente por não encontrarmos um outro mais adequado.

termos gerais, o *leasing* pode ser definido como um acordo cujo fim é a concessão do uso de bens de capital ou de qualquer outro componente do ativo fixo de uma firma, através de contrato de arrendamento, por prazo determinado, findo o qual poderá a arrendatária optar entre a devolução do bem objeto do contrato, a renovação do arrendamento ou a sua aquisição pelo valor residual estabelecido no contrato. A empresa de *leasing*, a arrendadora, coloca o uso do ativo solicitado pela arrendatária ao seu inteiro dispor, ficando, contudo, com a propriedade do referido ativo.

2. Tipos de *leasing*

Usualmente, distinguem-se dois tipos de *leasing*: o operacional e o financeiro. O financeiro, além da forma normal, apresenta-se com características especiais em operações como *lease-back*, *leasing* imobiliário, *leasing underwriting*, *leasing turn-key*, *leasing*-exportação, *leasing*-importação, *leveraged leasing* (Souza Filho, 1978).

2.1 *Leasing operacional*

Corresponde à operação em que o arrendador, o próprio fabricante, distribuidor ou importador do bem concede-o em locação e assume o compromisso de prestar assistência técnica para a manutenção do equipamento. O contrato pode incluir a opção de compra e poderá ser rescindido a qualquer instante ou mediante simples aviso com a antecedência previamente estabelecida, geralmente de 30 dias.

O *leasing* operacional apresenta as seguintes características principais:

- a) Não existe interferência direta de instituição financeira;
- b) Durante o prazo contratual, o aluguel pago não corresponde à quase-totalidade da amortização e juros decorrentes da aquisição do equipamento pela arrendadora, como ocorre no *leasing* financeiro. O valor do aluguel é estipulado em consonância com a intensidade de uso do material, incluída a respectiva manutenção, de maneira semelhante ao caso de locação pura e simples de equipamentos. Uma das características principais que distingue o *leasing* operacional da locação simples é a existência de opção de compra, cujo valor, normalmente, é aquele vigente no mercado ao final do contrato;
- c) A arrendadora arca com os riscos decorrentes do direito de propriedade, sobretudo no que diz respeito à obsolescência tecnológica e às condições de comercialização no mercado secundário de equipamentos usados;
- d) A arrendadora presta assistência técnica à arrendatária, objetivando principalmente a perfeita manutenção do estado funcional do equipamento, que poderá ser locado a outra, caso não haja interesse pela renovação da locação ou pela aquisição. A arrendadora obtém ganhos, na medida em que consiga manter o bem sujeito a vários contratos durante a vida útil do mesmo.

2.2 *Leasing financeiro ou leasing propriamente dito*

Consiste em operação em que a arrendadora, não sendo fabricante, distribuidora ou importadora do material, adquire-o e confere o seu uso à empresa arrendatária que se obriga a pagar os encargos referentes à operação. A arrendatária não pode, em princípio, rescindir o contrato de arrendamento antes do término do prazo estipulado. O valor do aluguel é determinado em função do investimento realizado pela arrendadora, independentemente da intensidade de uso do equipamento, e esta não se obriga pela manutenção do mesmo.

As principais características operacionais do *leasing* financeiro são:

- a) A arrendadora, na vigência do contrato, poderá recuperar o valor do investimento, inclusive amortização e juros; assim, o valor residual do objeto para a opção de compra pode ter pequena relevância e estar-se-ia configurando uma operação muito semelhante a empréstimo para compra de ativo fixo;
- b) Existe uma relação mais estreita entre o prazo do contrato e a vida econômica do ativo arrendado, que é, de alguma forma, mais curta que a vida útil, o que terá implicações importantes de ordem econômica e fiscal; entende-se por vida econômica o período de tempo ótimo para a substituição de um equipamento usado por outro, novo;
- c) Sendo a locação vinculada a uma operação financeira, o risco de obsolescência não é assumido somente pela arrendadora, como no *leasing* operacional, recaindo parte ou, senão, a quase-totalidade desse ônus, sobre a arrendatária;
- d) A interveniência de uma instituição financeira é fundamental, conferindo à operação um caráter eminentemente financeiro.

2.3. *Classificação norte-americana*

Segundo Meirelles (1978, p. 5), nos EUA, para uma definição mais precisa e para efeitos fiscais e contábeis, são estabelecidos dois tipos básicos de *leasing*:

1. “*Capital lease*”, que preenche qualquer uma das quatro condições seguintes:
 - a) A propriedade é transferida para a arrendatária ao final do contrato;
 - b) Há uma opção de compra por um valor inferior ao de mercado;
 - c) O prazo do contrato é igual ou superior a 75% da vida útil do material;
 - d) O valor atual do pagamento de *leasing* é 90% ou mais do valor de mercado do equipamento arrendado, menos eventuais benefícios fiscais recebidos pela arrendadora, em decorrência direta do contrato.²

² Como a redação deste último item *d* não é clara, adotamos a interpretação de que o valor atual dos pagamentos de *leasing*, para efeito de sua comparação com o valor de mercado do equipamento arrendado, não inclui os eventuais benefícios fiscais recebidos pela arrendadora.

2. Contratos que não preenchem nenhuma dessas quatro condições são classificados como *leasing* operacional.

O arrendamento mercantil usualmente praticado no Brasil seria classificado nos EUA como “capital lease”, por preencher, ao menos, uma das condições citadas.

3. Enfoques econômico e contábil

A motivação para o estudo do problema de *leasing* pelos economistas tem-se centrado, basicamente, sobre a decisão, a nível de firma individual, entre as opções de comprar ou fazer *leasing*. Esta decisão, normalmente, pode ser analisada sob dois enfoques: econômico e contábil.

O enfoque econômico, que corresponde ao ponto de vista neoclássico, supõe que as taxas de aluguel de bens de capital se ajustam de tal modo que, no equilíbrio, as vantagens puramente financeiras das duas modalidades se equivalem. A escolha entre elas dependeria de saber qual método apresenta o menor custo não-financeiro em termos de aquisição, manutenção e uso (Miller & Upton, 1976).

Sendo possível a separação entre *propriedade* e *uso* de um ativo em qualquer atividade econômica, a especialização em qualquer uma dessas funções presumivelmente levaria a um maior grau de eficiência, ou seja, uma comparação dos custos não-financeiros entre as duas alternativas tenderia, em princípio, a favorecer o *leasing* na escolha por parte dos usuários. Esta premissa, contudo, não poderia ser um fato absoluto, uma vez que a compra pode propiciar ao usuário menores custos não-financeiros, principalmente em termos de manutenção e reparo (Miller & Upton, 1976). Esta vantagem não-financeira pode estar associada à idéia de que, a um dado nível de despesas de manutenção, um ativo próprio tem o seu estado físico e funcional melhor conservado do que um ativo arrendado, por receber, presumivelmente, melhores cuidados.

O enfoque contábil, ao contrário, supõe como equivalentes as vantagens não-financeiras, procurando, assim, a identificação das vantagens financeiras de um método sobre o outro. Precisamente, quais seriam essas vantagens e como incorporá-las nas fórmulas de cálculo tem sido objeto de muitas controvérsias nos anos recentes (Miller & Upton, 1976). As discussões têm girado em torno de pontos como:

- a) A natureza dos riscos de *leasing* face aos de compra;
- b) O risco apropriado e os impostos de ajustamento a serem aplicados àquelas taxas utilizadas para descontar os vários relevantes fluxos de caixa;
- c) As hipóteses sobre financiamento que devem ser feitas para evitar tendenciosidade na decisão em uma direção ou outra.

Quaisquer que sejam as proposições para resolver esses pontos, pelo menos há a concordância geral de que a decisão entre *leasing* e compra não é questão de indiferença para qualquer firma típica, nem é possível, *a priori*, estabelecer conclusão genérica e definitiva.

4. Alguns modelos do enfoque contábil

4.1 Modelo “prático-brasileiro”

Analogamente às formulações de Gordon (1974) e Henderson (1976), este modelo supõe que os fluxos de receitas, proporcionadas tanto na modalidade de *leasing* como na de compra, são idênticos e associados ao mesmo grau de risco. Deste modo, a análise concentra-se somente do lado das despesas, procurando determinar aquela alternativa que proporcione o menor valor atual das despesas.

Para o desenvolvimento a seguir, será utilizada a seguinte simbologia:

$VADC$ = valor atual das despesas líquidas em caso de compra;

$VADL$ = valor atual das despesas líquidas em caso de *leasing*;

P = preço do equipamento = custo do investimento, em $t = 0$;

a = alíquota de imposto de renda (IR) sobre o lucro tributável;

D_t = despesa de depreciação dedutível do lucro tributável, em t ;

\bar{r} = taxa de desconto relevante para o cálculo do valor atual líquido;

u = prazo do fluxo de caixa, suposto igual à vida útil do ativo;

q_t = contraprestação de *leasing* ao término do período t ;

L = prazo do *leasing*;

P_L = valor esperado do preço de compra do equipamento no fim do prazo de *leasing*;

D'_t = depreciação de P_L em t , após a opção de compra ter sido efetivada;

x_t = prestação de empréstimo = $P \cdot [(FPR(i, L))]$, sendo $FPR(i, L)$ = fator de recuperação de capital e, por hipótese, prazo de financiamento é igual ao prazo de *leasing* L ;

A_t = amortização em t , sobre o empréstimo $(1 - \nu) \cdot P$;

ν = parcela de pagamento à vista;

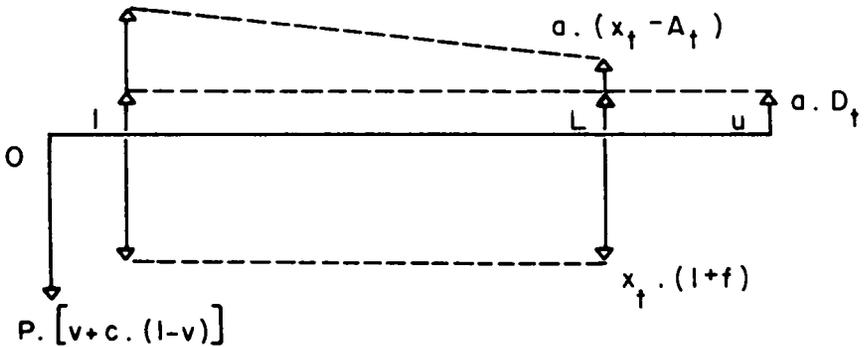
c = taxa de comissão, abertura de crédito etc.;

f = alíquota de imposto sobre operações financeiras – IOF;

s = alíquota de imposto sobre serviços – ISS;

a) Compra financiada

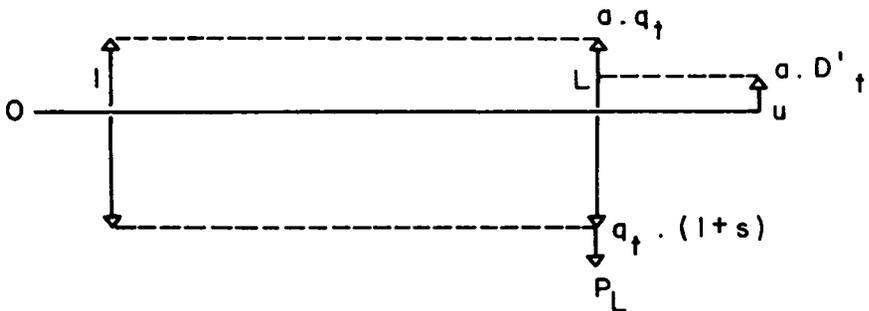
Fluxo de caixa das despesas líquidas



$$\begin{aligned}
 VADC &= P \cdot [v + c \cdot (1 - v)] + \sum_{t=1}^L \frac{x_t \cdot (1 + f)}{(1 + \bar{r})^t} - \\
 &- \sum_{t=1}^L \frac{(x_t - A_t) \cdot a}{(1 + \bar{r})^t} - \sum_{t=1}^u \frac{a \cdot D_t}{(1 + \bar{r})^t} = \\
 &= P \cdot [v + c \cdot (1 - v)] + \sum_{t=1}^L \frac{x_t \cdot (1 + f) - (x_t - A_t) \cdot a}{(1 + \bar{r})^t} - \sum_{t=1}^u \frac{a \cdot D_t}{(1 + \bar{r})^t} \quad (1)
 \end{aligned}$$

Hipótese: prazo de *leasing* (L) = prazo de financiamento.

b) *Leasing*



$$\begin{aligned}
VADL &= \sum_{t=1}^{L-1} \frac{q_t \cdot (1+s)}{(1+\bar{r})^t} + \frac{q_t \cdot (1+s) + P_L}{(1+\bar{r})^L} - \sum_{t=1}^L \frac{a \cdot q_t}{(1+\bar{r})^t} - \\
&\quad - \sum_{t=L+1}^u \frac{a \cdot D'_t}{(1+\bar{r})^t} = \\
&= \sum_{t=1}^L \frac{q_t \cdot (1+s)}{(1+\bar{r})^t} + \frac{P_L}{(1+\bar{r})^L} - \sum_{t=1}^L \frac{a \cdot q_t}{(1+\bar{r})^t} - \\
&\quad - \sum_{t=L+1}^u \frac{a \cdot D'_t}{(1+\bar{r})^t} = \\
&= \sum_{t=1}^L \frac{q_t \cdot (1+s-a)}{(1+\bar{r})^t} + \frac{P_L}{(1+\bar{r})^L} - \sum_{t=L+1}^u \frac{a \cdot D'_t}{(1+\bar{r})^t} \quad (2)
\end{aligned}$$

4.2 Modelo de Myers

Em um enfoque semelhante ao de Schall (1974), S. Myers, D. Dill & A. Bautista (1976) apresentam outro modelo, cuja fórmula é derivada do objetivo de maximizar o valor de mercado da firma, com o cuidado de considerar as interações entre a decisão de fazer *leasing* e de usar outros instrumentos de financiamento, tanto por parte da arrendatária como pela arrendadora. Partindo da pressuposição de que a aquisição do ativo seja interessante, este modelo fornece um método para a escolha da melhor alternativa entre a compra financiada e o *leasing* financeiro.

A principal característica da fórmula proposta é que esta resolve simultaneamente tanto para o valor do contrato de *leasing* como para o valor do “empréstimo equivalente”, isto é, o valor do endividamento substituído pelo *leasing*. A solução simultânea seria necessária porque o valor do *leasing* depende do total do débito substituído, mas este, por sua vez, depende do valor do *leasing*.

Do ponto de vista da arrendatária, é possível determinar a seguinte expressão para o valor atual do *leasing*.

$$VAL(a) = 1 - \sum_{t=1}^L \frac{(1-a) \cdot \dot{q}_t + a \cdot \dot{D}_t}{(1+r^*)^t}, \quad (3)$$

$$\text{sendo } r^* = r(1-h \cdot a)$$

onde:

$1 = \frac{P}{P} =$ fundo provisionado pelo *leasing*, em $t = 0$, e que seria despendido pela firma, em caso de compra;

$\dot{q}_t = \frac{q_t}{P} =$ pagamento de *leasing* em t , por unidade monetária (UM) de ativo arrendado;

$\dot{D}_t = \frac{D_t}{P} =$ depreciação por UM de ativo arrendado;

$P =$ custo inicial do ativo arrendado;

$a =$ alíquota de imposto de renda – IR;

$r =$ taxa de juros marginal de tomada de empréstimo para a firma.

$h =$ proporção do endividamento substituído pelo *leasing*; caso h seja igual a 1, isso significa que o *leasing* substitui o endividamento por empréstimo em sua totalidade, de modo que o uso do *leasing* não implica qualquer acréscimo na capacidade de endividamento da firma.

Dadas estas variáveis, caso $VAL(a)$ seja positivo, a opção de *leasing* seria vantajosa em relação ao financiamento, ocorrendo o contrário, quando $VAL(a)$ for menor que zero. Para o uso dessa fórmula, há necessidade somente de se conhecer o fluxo de pagamentos de *leasing* (q_t), o fluxo de depreciação legal do ativo (D_t), a taxa de IR incidente sobre a firma (a) e o custo de oportunidade de capital para a firma (r^*).

A taxa de desconto ajustado r^* leva em conta a perda do benefício fiscal relativo a juros, em decorrência do deslocamento do endividamento por financiamento. Na prática, a fórmula pode ser ajustada para levar em conta a perda do valor residual do equipamento, o crédito por investimento (*investment tax credit*) e qualquer custo operacional assumido pela arrendadora.

Do ponto de vista da arrendadora, o exame será o mesmo, exceto pela reversão de sinal de todo o fluxo de caixa anterior. Tem-se, então, a seguinte expressão para o valor atual do *leasing* para a arrendadora:

$$VAL(b) = -1 + \sum_{t=1}^L \frac{(1-a) \cdot \dot{q}_t + a \cdot \dot{D}_t}{(1+r^*)} \quad (4)$$

Para a arrendadora, h é a proporção do investimento que é financiado por endividamento. Caso h seja igual a 1, todo o investimento é financiado por recursos de terceiros.

4.2.1 Ganho líquido decorrente do *leasing*

A única explicação racional para o *leasing* é que tanto a arrendatária como a arrendadora se beneficiem. Isto ocorrerá somente se $VAL(a)$ e $VAL(b)$ forem positivos. Desde que estes valores são calculados da mesma maneira, exceto pela reversão de sinais, o ganho líquido só ocorrerá se uma ou mais variáveis que determinam o VAL , diferirem para a arrendatária e para a arrendadora. Desde que \dot{q}_t e \dot{D}_t são definidas da mesma maneira, somente os parâmetros a , h e r poderão diferir.

Portanto, pode haver um ganho líquido para ambas as partes, desde que os parâmetros a , h e r assumam os valores convenientes, e se, adicionalmente, forem considerados os subsídios fiscais como a depreciação acelerada e o crédito fiscal por investimento.

5. Enfoque econômico

O processo de escolha propiciada pela abordagem econômica (Miller & Upton, 1976) propõe como a melhor alternativa aquela que apresentar os menores custos não-financeiros em termos de aquisição, manutenção e uso.

Em caso de equilíbrio competitivo na indústria de *leasing*, a equivalência financeira entre *leasing* e compra prevalecerá tanto na situação de certeza, como quando se considera a existência de incerteza. A proposição de indiferença se mantém mesmo com o tratamento diferenciado pelo fisco para fins de cálculo do lucro tributável — no *leasing*, dedutibilidade das contraprestações pagas, e, na compra da depreciação e dos juros — caso a dedução da depreciação permitida para os fins fiscais seja igual à verdadeira depreciação econômica.

Neste desenvolvimento, contudo, mesmo aceitando-se a equivalência financeira entre as duas modalidades, não fica claro quanto àqueles aspectos, não-financeiros, relevantes para o processo de escolha.

A equivalência financeira, em compensação, pode não prevalecer quando se consideram os subsídios amparados pela legislação tributária em vigor, que venham eventualmente a fazer com que a dedução fiscal da depreciação seja maior que a depreciação econômica. Neste caso, o processo de escolha dependerá primordialmente da habilidade para utilizar o subsídio tanto na compra (S_c) como no *leasing* (S_L). A estrutura tributária pode, portanto, permitir ganhos de especialização acima daqueles considerados na análise neoclássica padrão. Não fica claro se estes subsídios implicam ganhos ou perdas sociais, mas, certamente, deve ser substancial o ganho privado, como demonstra o crescimento explosivo da indústria de *leasing*, nos EUA, após a introdução do crédito fiscal por investimento, em 1962.

Com os estudos dos enfoques contábil e econômico, parece ficar evidente que nenhum dos dois isoladamente é suficiente para a análise realista do *leasing*, uma vez que a diferenciação dos aspectos financeiros e não-financeiros é muito sutil e

de difícil percepção, principalmente ao se considerar os casos práticos. Nesse sentido, uma tentativa de enumeração dos aspectos relevantes do *leasing*, frente à opção de compra, pode ser feita sem a preocupação de seguir explicitamente um ou outro enfoque, conforme o item 6 a seguir.

6. A atratividade relativa do *leasing*

A tipificação de *leasing* em curto e longo prazos, como sugerida pelo enfoque econômico, tem uma estreita correspondência com a classificação normalmente adotada entre *leasing* operacional e financeiro. Nesse sentido, o *leasing* operacional apresenta características mais ligadas ao *leasing* de curto prazo, principalmente com respeito ao risco de obsolescência, enquanto a idéia de *leasing* de longo prazo é mais compatível com o *leasing* financeiro, devido ao maior grau de incerteza envolvida ao longo de um período de tempo mais extenso.

Tendo isto em mente, o exame dos trabalhos acima permite a extração de algumas conclusões relevantes, como por exemplo a respeito dos fatores que afetariam a atratividade relativa do *leasing* do ponto de vista do usuário.

6.1 *Leasing operacional (de curto prazo)*

- a) Diferenças nas expectativas sobre o grau de obsolescência entre a arrendatária e a arrendadora (ou do mercado, que determina o aluguel de equilíbrio q_{it}^{**}). Neste aspecto, não haveria nenhuma vantagem de uma modalidade sobre a outra, se o aluguel pago pela arrendatária incorporasse exatamente a parcela de remuneração pelo seguro contra a obsolescência;
- b) A não existência de um desenvolvido mercado de equipamentos usados implicaria um custo elevado na procura por novo comprador ou locatário, além de que, normalmente, os custos de transferência da propriedade são maiores que os da transferência do direito de uso por *leasing*. O *leasing* operacional pode ser capaz de reduzir os custos de transação de equipamentos entre as firmas, na medida em que a empresa de *leasing* é capaz de encontrar novos locatários com maior facilidade e a custos menores;
- c) A opção de arrendar pode levar o usuário a economizar custos de informação. Supondo a existência de um dinamismo tecnológico, com freqüente introdução de novos tipos de equipamentos, a empresa de *leasing* pode ser mais eficiente do que o usuário final na coleta dessas informações. Para os bens de elevado valor e cuja reposição ocorra a intervalos espaçados, o custo de informação poderá ser menor para a empresa de *leasing* do que para o usuário final (Neuhaus & Magalhães, 1976);
- d) Garantia de qualidade — o compromisso de manutenção pela empresa de *leasing* pode assegurar à arrendatária, em alguns casos, um fluxo de serviços mais

estável e de melhor qualidade. Assim, para determinados bens, é possível que a empresa de *leasing*, dado o seu *know-how* de manutenção e a presteza com que pode colocá-lo à disposição dos clientes, pode oferecer a estes um ganho adicional de eficiência (Neuhaus & Magalhães, 1976);

e) Em caso de utilização temporária ou esporádica de grandes equipamentos, o *leasing* operacional pode ser a melhor opção (Travassos, 1976, p. 50), mesmo que a taxa de aluguel esteja bem acima da taxa normal de rentabilidade em aplicação financeira equivalente.

6.2 *Leasing financeiro (de longo prazo)*

- a) Diferenças nas alíquotas de tributação entre a arrendatária e a arrendadora;
- b) Diferenças nas taxas implícitas nas modalidades de *leasing* e compra financiada;
- c) Existência de subsídios como o crédito fiscal por investimento e a depreciação acelerada (ambos concedidos à arrendadora, mas passíveis de transferência à arrendatária);
- d) Grau de substituição de endividamento por financiamento pelo *leasing*, representado pelo coeficiente *h* de S. Myers.

O enfoque econômico procura detectar as vantagens de um método sobre o outro, tomando como crucial a diferenciação entre a propriedade e o uso dos serviços do capital. Nesse sentido, o *leasing* operacional, identificado como de curto prazo no artigo de Miller & Upton (1976), apresenta características que o diferenciam nitidamente do *leasing* financeiro, não permitindo, assim, uma comparação direta entre a compra financiada e a modalidade de *leasing* operacional. Embora não estejam explícitos nos trabalhos examinados, os fatores do subitem 6.1, letras *b* a *e* enunciados, mas principalmente o de letra *b*, parecem tornar o *leasing* operacional tão peculiar, de modo a invalidar qualquer tentativa de aproximá-lo da alternativa de compra.

Mesmo que o aluguel reflita a compensação por alguns serviços prestados à arrendatária pela empresa de *leasing*, não seria provável que toda a vantagem do *leasing* operacional seja anulada, uma vez que o grau de risco e de incerteza suportados pela empresa de *leasing* dificilmente chegaria a ser repassado ao aluguel de forma integral. A sua vantagem econômica evidencia-se claramente, de modo a merecer sempre uma atenção especial, como uma alternativa para a provisão de serviços de capital às firmas usuárias, com eficiência, rapidez e, possivelmente, a custos reais menores.

No caso brasileiro, contudo, não é essa a modalidade mais difundida, mas sim a de *leasing* financeiro. Neste particular, o enfoque econômico não mostra nenhuma vantagem pura de um sobre o outro, a menos de considerações de aspectos

fiscais. A utilização do enfoque contábil, por outro lado, não confirma o ponto de vista por muitos defendido de total equivalência entre as duas modalidades, no aspecto financeiro.

Ao contrário, existem fatores, como os enunciados no subitem 6.2 letras *a* e *d*, capazes de determinar a vantagem relativa de uma sobre a outra. Mesmo a observação de Miller & Upton (1976), de que a introdução de incerteza e a permissão de dedução de pagamentos de *leasing* e de juros não afetaria a proposição básica de indiferença, não se afigura correta, quando se admite que o mercado não é perfeito e que a peculiaridade de cada ambiente de legislação tributária, bem como do funcionamento do mercado financeiro e de capitais, podem favorecer um ou outro método. Com o desenvolvimento que se segue, estes últimos pontos serão melhor esclarecidos, tanto a nível de decisão individual de um usuário, como a um nível mais agregado, com respeito ao impacto do *leasing* dentro do mercado de capitais e mais amplamente de toda a economia.

II. *Leasing* no Brasil

Os primeiros estudos visando a introdução do *leasing* no Brasil foram efetuados por volta de 1967, por uma equipe de especialistas de uma instituição financeira norte-americana, mas a sua efetiva implementação ocorreu basicamente no início da década de 70 (Associação Brasileira de Empresas de *Leasing* – ABEL, s.d.) Diversos aspectos retardaram o pleno desenvolvimento do setor e não somente a inexistência de uma legislação específica que disciplinasse a matéria, o que viria a ocorrer somente com a Lei n.º 6.099, de 12 de setembro de 1974, posteriormente regulamentada pela Resolução n.º 351, de 17 de novembro de 1975, do Conselho Monetário Nacional (CMN).

O trabalho a seguir será concentrado somente sobre o arrendamento realizado ao amparo dessa legislação básica, pelo conjunto de todas as arrendadoras, denominado de Sistema de Arrendamento Mercantil.

7. As instituições financeiras e a prática do *leasing*

A tabela 1 mostra que, em junho de 78, havia uma participação quase absoluta de empresas de *leasing* pertencentes a grupos financeiros (nacionais e estrangeiros), perfazendo um total de 95% das aplicações em arrendamento.

Destes, 47% são de empresas pertencentes a grupos financeiros estrangeiros e 48% a nacionais, e deste último componente, 36% são de empresas de grupos financeiros “complexos”, ou seja, aqueles grupos que possuem ao menos um banco comercial e um de investimento, e os restantes 12% aos demais grupos.

Essa situação tem prevalecido ao longo de todo o período de funcionamento do sistema de arrendamento mercantil, e a sua explicação pode ser encontrada nas

Tabela 1

Participação relativa das empresas conforme a sua estrutura acionária e organizacional, em junho de 78 (%)

Nacionais						Independente		Estrangeiros	
Grupos				Não-financeiros					
Financeiros									
"Complexo"	"Simples"	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
27	36	29	12	7	2	13	3	24	47

"Complexo" = grupo financeiro que tenha ao menos um banco comercial e um de investimento;

"Simples" = os demais grupos financeiros;

Col. (1) = participação relativa do número de empresas desta categoria sobre o total de empresas;

Col. (2) = participação relativa sobre o total de arrendamento.

Fonte: Levantamento semestral sobre o Sistema de Arrendamento Mercantil pelo Banco Central do Brasil (LSSAM - BCB).

normas estabelecidas pela legislação reguladora e às condicionantes originárias do próprio funcionamento do mercado.

A legislação essencialmente favorece a participação de instituições financeiras, principalmente aquelas pertencentes a grandes grupos, e, em conseqüência, a forma de *leasing* financeiro, que é o tipo mais adequado àquelas instituições, por envolver risco de caráter creditício, à semelhança de outras operações realizadas pelas mesmas, e não tecnológico e de mercado, como ocorre no tipo operacional.

Nesse sentido, no escopo legislativo, encontram-se diretrizes como:

1. A prática do arrendamento mercantil é restrita às pessoas jurídicas registradas no Banco Central do Brasil e o benefício fiscal, tratado na lei n.º 6.099, exclui o arrendamento feito pela arrendatária e o próprio fabricante ou distribuidor.
2. Os requisitos exigidos às arrendadoras são próprios de instituições financeiras, uma vez que as mesmas devem ser registradas no Banco Central e são por este controladas e fiscalizadas, de acordo com a legislação pertinente ao Sistema Financeiro Nacional.
3. A permissão de ser fixado o valor residual garantido teve o efeito importante de tornar o arrendamento mercantil uma operação eminentemente financeira, passível de ser executada pela instituição financeira.
4. É permitida a concessão de crédito, empréstimos ou garantias às sociedades arrendadoras coligadas ou interdependentes.

5. Com a Portaria n.º 564, de 3 de novembro de 1978, a apropriação de receitas de arrendamento tornou-se mais semelhante à de um empréstimo.

Além disso, fatores como a inexistência de um instrumento próprio de captação de poupança voluntária e de outras fontes de recursos, à exceção de empréstimos, vieram a favorecer a expansão dos grandes grupos financeiros, nacionais ou aqueles vinculados a bancos estrangeiros, pela maior flexibilidade na captação de recursos no mercado financeiro, principalmente por empréstimos, a maior parte de origem externa. Os bancos estrangeiros, de fato, foram os primeiros a se desenvolver e os que se mantêm até agora entre as maiores arrendadoras. Verificou-se, no Brasil, um processo semelhante ao que ocorreu nos EUA, a partir de 1963, quando aos grandes bancos nacionais foi permitido participar diretamente em operação de *leasing* (Meirelles, 1978).

Para os grandes grupos nacionais, a pré-existência de uma estrutura administrativa e organizacional, e o interesse em prover uma nova forma de serviço aos clientes, parecem ter sido um motivo importante para a entrada dos mesmos no mercado de *leasing*.

A participação de grandes grupos no setor de *leasing* constitui um fato adicional a corroborar a idéia de que a aplicação do princípio da “compartimentalização” tem sido negada dentro do Sistema Financeiro Nacional. Apesar do não reconhecimento total das arrendadoras como instituições financeiras, os conglomerados têm-se interessado pelo *leasing* e, presumivelmente, têm levado vantagem sobre as instituições independentes, ou mesmo sobre grupos não-financeiros, pela exploração de vantagens como:

- a) Economias de escala na captação e movimentação de fundos;
- b) “economias de risco” pela diversificação de operações.³

8. O arrendamento mercantil como praticado no mercado

O propósito principal da legislação reguladora é especificar em que condições o arrendamento mercantil pode-se beneficiar do tratamento tributário preferencial, sem impedir, contudo, a sua prática fora dessas condições. Ela também não estabelece, rigorosamente, com que características operacionais o arrendamento mercantil deva ser praticado, no que diz respeito, principalmente, aos aspectos:

- a) Relação entre o prazo do *leasing* e a vida útil ou econômica do ativo;
- b) Valor atual do pagamento de contraprestações em relação ao custo de aquisição ou valor de mercado do ativo;
- c) Qual o valor residual garantido a ser fixado para fins de opção de compra.

³ Veja *Conjuntura Econômica*, nov. 1976.

Desde que esses itens, teoricamente, podem variar amplamente, tanto o tipo financeiro como o operacional podem estar presentes no mercado.

Utilizando-se dos critérios explicitados na parte I, subitem 2.3, verifica-se que as operações de arrendamento mercantil são praticadas preponderantemente com as características de *leasing* financeiro, por preencher ao menos uma entre as condições *b* (existência de opção de compra por um valor inferior ao de mercado), *d* (o valor atual do total de contraprestações representa 90% ou mais do valor de mercado do bem arrendado) ou *c* (o prazo do contrato é igual ou superior a 75% da vida útil do ativo). Normalmente todas essas condições, incluindo a *a* (a propriedade é transferida à arrendatária ao final do contrato), são preenchidas, apesar da diversidade de formas de contrato, que variam, em geral, em função do risco do cliente, com o tipo do ativo e com o valor do mesmo.

A literatura, como vista na parte I, item 5, não se preocupa com a distinção entre o *leasing* operacional e locação simples e admite, ao menos teoricamente, do ponto de vista da usuária, um maior potencial de vantagem econômica no *leasing* operacional frente ao financeiro. Apesar da alta probabilidade de que a demanda por serviços de capital propiciados pelo *leasing* operacional não seja desprezível, esta modalidade de *leasing* não tem expandido, face à existência de um conjunto de fatores, que atuam de modo desestimulador, do ponto de vista da oferta de tais serviços.

9. Razões para o crescimento do *leasing*

As evidências numéricas mostram um crescimento real significativo do *leasing* no Brasil, a partir do início da década de 70. Por outro lado, a formação bruta de capital fixo, entre 71 e 75, cresceu a taxas reais altas, acima de 13% ao ano, mas seguida de um declínio em 76, quando apresenta uma taxa negativa de -1,2%, e posterior recuperação em 77 e 78, com as taxas de 0,5 e 5,5%, respectivamente.

Apesar da inadequação desses dados, por serem demasiadamente agregados, esse padrão de comportamento da taxa de investimentos é compatível, de alguma forma, com o resultado obtido por Baumann Neves (1978) de que, no período 1972-74, a indústria de transformação brasileira passou por um auge, em que houve aumento no grau de utilização da capacidade produtiva, refletindo uma pressão maior da demanda por seus produtos. Para a reativação do mercado de bens finais, este alto grau de utilização de capacidade na indústria de transformação induziu a necessidade por maior volume de investimentos nesse setor. Há indicações de que a recuperação de investimentos deve ter ocorrido, de uma maneira geral, em outros setores produtivos, cujo reflexo pode ser identificado com o crescimento da formação bruta de capital fixo, ocorrido em 77 e 78, às taxas de 0,5 e 5,5%, respectivamente. A defasagem existente entre o período de auge de utilização da capacidade e o declínio da taxa de investimento e sua

posterior recuperação é compatível, uma vez que o ajustamento dos empresários ao estoque desejado de capital, normalmente, leva alguns anos.

Sendo o *leasing* um dos componentes dos investimentos no processo produtivo, os fatores indutores desse conjunto, como um todo, devem ter alguma influência para a sua expansão, porém, dadas as peculiaridades do sistema de arrendamento mercantil, muitos outros fatores certamente têm uma contribuição mais acentuada para a explicação do seu crescimento.

Após a sua implantação no país, e decorrido o início da sua consolidação, as firmas devem ter encontrado, neste novo instrumento de aquisição de ativo fixo, um instrumento útil, conforme as circunstâncias de cada caso. Como visto na parte I, do ponto de vista do empresário, este se defronta com as alternativas de *leasing* e compra, mais especificamente com a compra financiada, para aquisição de um ativo desejado. Neste processo de decisão, a comparação de uma alternativa contra a outra prende-se, de uma maneira geral, nos pontos apontados na parte I, item 6 – A atratividade relativa do *leasing* – tanto para o tipo operacional como para o financeiro.

9.1 *Vantagens e desvantagens do leasing, para o usuário*

Do ponto de vista do empresário, há uma necessidade de uma especificação mais detalhada e ampla dos itens levados em conta para efeito de comparação das alternativas, resguardando-se, assim, mesmo que o conjunto de itens relevantes para o processo de escolha possa variar de operação para operação.

Contudo, uma tentativa de generalização pode ser feita, para o caso brasileiro, sendo normalmente apontados como vantagens do *leasing* os seguintes aspectos.

1. O *leasing* proporciona um “financiamento” equivalente a 100% do preço do ativo, por não haver a necessidade de que parte do mesmo seja paga à vista com recursos próprios.
2. Sendo o ativo de propriedade da arrendadora, há redução de garantias a serem prestadas pelo empresário, inclusive pela dispensa da “reciprocidade” normalmente exigida no financiamento bancário (Teixeira, 1977).
3. No caso particular do *lease-back*, há possibilidade de realizar a depreciação de terras e terrenos, cuja prática é vedada pela legislação em vigor.⁴
4. Utilizando o *leasing*, a empresa pode destinar o seu limitado crédito bancário ao capital de giro, ao invés de aos ativos fixos.
5. A dívida de *leasing* não figura como exigível no balanço da arrendatária, o que reflete positivamente sobre os seus índices financeiros. Essa vantagem pode não se tornar efetiva, caso seja determinada a obrigatoriedade do registro da

⁴Veja *Conjuntura Econômica*. p. 78, jan. 1971.

mesma em notas explicativas dos demonstrativos financeiros, o que ainda não ocorreu no Brasil.⁵

6. Com referência ao *leasing* operacional, todos os fatores “parte I, subitem 6.1, letras a e”, citados na parte 1, item 6, podem representar, de fato, vantagens do *leasing*.

7. Uma das principais vantagens apontadas comumente é a dedutibilidade total das contraprestações, para efeito de cálculo do lucro tributável.

8. A depreciação acelerada, amparada pela legislação, permite uma recuperação mais rápida do investimento pela arrendadora, com possíveis reflexos positivos para a arrendatária.

9. Particularmente, no Brasil, a inexistência, no sistema financeiro privado, de mecanismos de financiamento de equipamentos com graus de flexibilidade e prazos do *leasing*, pode tornar o uso do *leasing* bastante atrativo (Meirelles, 1978). Os prazos de financiamento normalmente praticados pelas instituições financeiras, particularmente os bancos de investimento, fora das linhas de crédito dirigido, giram em torno de 180 a 360 dias,⁶ ao passo que o prazo mínimo de *leasing* é de três anos (sendo de dois anos, para veículos).

10. Normalmente o Conselho Interministerial de Preços — CIP, tem aceito o *leasing* nos demonstrativos de custos de produção (Souza, 1978).

Entre as desvantagens, apresentam-se:

1. O argumento de que o *leasing* permite aumentar os lucros da empresa através da liberação de seu capital ou crédito disponível para uso produtivo em outras áreas, que não sejam ativos fixos, pode ser refutado com base no raciocínio de que o capital da arrendadora provém do mercado financeiro e de capitais. O *leasing* provocaria apenas a substituição da demanda de capital: ao invés de a própria empresa procurar recursos no mercado, a demanda seria realizada pela fonte de financiamento do *leasing*. Nessa questão, seria aplicado o princípio de que o que é válido para uma empresa não é necessariamente válido para todas. Uma empresa pode fazer *leasing* e, simultaneamente, conseguir recursos adicionais no mercado, mas não todas as empresas.⁷

2. O *leasing* tanto pode proporcionar maior grau de liberdade às empresas quanto restringir sua ação. Se, por exemplo, uma empresa não mais necessitar de uma máquina arrendada, pouco pode fazer durante o período em que o contrato não é rescindível, embora tenha o compromisso de continuar efetuando os pagamentos.⁸

⁵Veja *Visão*, p. 108, 14 de outubro de 1978.

⁶Veja *Visão*, p. 63, 30 de abril de 1979.

⁷Veja *Conjuntura Econômica*, p. 78, jan. 1971.

⁸Veja *Conjuntura Econômica*, p. 79, jan. 1971.

3. Como o ativo arrendado não pertence à arrendatária, ele não poderá ser oferecido como garantia para obtenção de empréstimos bancários.
4. O valor da contraprestação (aluguel) deve cobrir a amortização do investimento realizado pela arrendadora para adquirir o bem, a remuneração desse capital (juros), os gastos administrativos, os riscos decorrentes do contrato e mais o lucro. Por isso, o *leasing* tende a ser uma opção de aquisição relativamente mais cara. Esta parece ser a principal desvantagem do *leasing*.

9.2 Aspectos fiscais

9.2.1 Dedução das contraprestações do lucro tributável

Com relação ao aspecto tributário, a permissão atribuída à empresa arrendatária de abater integralmente as despesas de *leasing*, do lucro tributável, para efeito de cálculo do imposto de renda – IR, comumente é apontada como vantagem inequívoca do *leasing* em relação à opção de compra financiada. Isto nem sempre é verdadeiro, em face da possibilidade de a depreciação e os juros do empréstimo também serem dedutíveis, caso a empresa optasse pela compra financiada. Uma conclusão mais rigorosa só seria possível mediante a comparação entre o prazo legal de depreciação e o prazo de amortização do *leasing*, caso as duas alternativas tenham custos efetivos iguais. Assim, para um mesmo custo efetivo, se o prazo de amortização do *leasing* for menor que o da depreciação legal, então, a opção de *leasing* apresentará uma vantagem fiscal.

9.2.2 Correção monetária (CM) do balanço patrimonial

Outra possível vantagem será decorrente da cláusula de correção monetária do ativo permanente e do patrimônio líquido, de acordo com o Decreto-lei n.º 1.598, de 26 de dezembro de 1977, uma vez que a não imobilização do ativo não permitiria o aparecimento da correção monetária do ativo, que ocorreria caso o mesmo fosse comprado. Também, neste caso, essa vantagem só poderá ser endossada após a comparação com a economia de IR que seria decorrente da dedução de juros e correção monetária do lucro tributável, caso a empresa optasse pela aquisição via financiamento. Além disso, uma comparação mais rigorosa deveria levar em conta as implicações do *leasing* sobre o patrimônio líquido, através de um possível aumento ou redução de lucros. De uma maneira geral, a cláusula de correção monetária do balanço patrimonial não teria uma influência inequívoca em favorecer uma ou outra alternativa. Contudo, ocorre normalmente que a economia de IR advinda da não-imobilização é maior, pelo fato de que, sendo a

parcela financiada usualmente inferior ao valor total do bem, resulta uma correção monetária do exigível menor que a do ativo imobilizado.

9.2.3 Depreciação acelerada

A depreciação acelerada é consubstanciada na Portaria n.º 564, que permite a redução do prazo de depreciação do bem arrendado em 30%, em relação ao de depreciação legal, o que representa uma forma de subsídio à arrendadora, e com implicações positivas às arrendatárias. Suponha, por exemplo, um equipamento cujo período de depreciação legal (vida útil do bem) seja de cinco anos, com a taxa de depreciação constante igual a 20% ao ano. Se esta taxa não for aquela compatível com a evolução tecnológica do equipamento, ela não será adequada para a arrendatária, no sentido de que, se a vida econômica do mesmo for de três anos e meio e não cinco, não será conveniente para a arrendatária manter o equipamento até o fim do quinto ano. Neste caso, a redução do prazo de depreciação de cinco para três anos e meio, permitida pela legislação, acompanhada de uma redução correspondente do prazo de *leasing*, será mais adequada para a arrendatária que terá o equipamento tecnologicamente atualizado, bem como a arrendadora será favorecida pela recuperação mais rápida do investimento realizado.

Este é um caso interessante em que o *leasing* financeiro também pode propiciar uma proteção contra a obsolescência, em função do dispositivo tributário.

Se for verdadeiro que uma grande parte dos contratos de *leasing* de computadores estejam com seus prazos fixados de acordo com a depreciação acelerada, as arrendatárias desses equipamentos, sujeitos ao rápido progresso tecnológico, estariam obtendo uma proteção contra o alto risco de obsolescência, de modo que este fator, presumivelmente, teria uma contribuição importante para a explicação do grande desenvolvimento de *leasing* de computadores no Brasil.

10. Realização de alguns testes empíricos

10.1 Modelo S. Myers

Com o objetivo de obter maiores subsídios para o entendimento da expansão do *leasing* ocorrida no Brasil, será interessante efetuar alguns testes, baseados em operações normal e efetivamente realizadas no mercado. Dentre os modelos que utilizam o enfoque contábil, aquele que, a princípio, promete propiciar melhores resultados é o de S. Myers et alii (1976).

Acrescentando à equação (3), a parcela referente ao valor residual, que representa um ganho para a arrendadora e uma despesa adicional para a arrenda-

tária, é possível obter a seguinte expressão a ser utilizada em casos práticos, do ponto de vista da arrendatária:

$$VAL(a) = 1 - \sum_{t=1}^L \frac{(1-a) \cdot \dot{q}_t + a \cdot \dot{D}_t}{(1+r_a^*)^t} - \dot{v} \cdot \frac{L}{(1+r_a^*)^L} \quad (5)$$

onde:

\dot{v} = parcela do valor residual em relação ao valor total do ativo.

A expressão para a arrendadora será a mesma, apenas com a reversão dos sinais dos componentes.

Os testes realizados com as diversas operações que variam com relação ao custo (fixo ou variável), ao prazo e à forma de depreciação utilizada pela arrendadora (linear ou acelerada), mostram sistematicamente que as arrendadoras obtêm ganhos líquidos em operações de *leasing*, enquanto as arrendatárias, perdas. Isso implicaria que, para as arrendatárias, a opção de *leasing* não estaria sendo a melhor opção frente à de compra financiada.

10.2 Modelo "prático-brasileiro"

Embora o modelo S. Myers estabeleça, para a arrendatária, uma comparação implícita com a alternativa de financiamento, no sentido de que este seria preferível caso o valor atual do *leasing* seja negativo, ele pode não estar sendo adequado, de modo que uma comparação direta entre as duas alternativas de aquisição seria desejável. Para isso, será utilizada a metodologia normalmente adotada em trabalhos realizados no Brasil, cujo desenvolvimento foi visto na parte I, subitem 4.1.

Serão consideradas a correção monetária do ativo fixo, bem como a correção monetária que incide sobre os saldos devedores em caso de empréstimo, uma vez que essa cláusula normalmente favorece o *leasing*, baseado no fato de que a parcela financiada nunca é pela totalidade do financiamento, enquanto o ativo fixo é corrigido integralmente.

Para maior simplificação, não serão considerados os impostos e taxas de pequena monta como o ISS, IOF e a taxa de comissão, abertura de crédito etc.

Assim, para a opção de financiamento, a expressão do valor atual das despesas será:

$$VADC = P \cdot v + \sum_{t=1}^L \frac{x_t - j_t \cdot a - a \cdot D_t - a \cdot (CME)_t + a \cdot (CMA)_t}{(1+\bar{r})^t} \quad (6)$$

onde:

v = parcela paga à vista;

$j_t = x_t - A_t$ = juros;

$(CME)_t$ = CM incidente sobre o saldo devedor do empréstimo;

$(CMA)_t$ = CM do ativo fixo.

Por hipótese: prazo de financiamento = vida útil do ativo = prazo do *leasing*.

Em consequência, o valor residual será nulo ao fim do contrato.

Obs.: x_t, D_t, J_t são corrigidos monetariamente.

Para a opção de *leasing*, a expressão do valor atual do fluxo de despesas líquidas será:

$$VADL = \sum_{t=1}^L \frac{(q_t) \cdot (1-a)}{(1+\bar{r})^t} \quad (7)$$

Obs.: q_t é corrigido monetariamente.

Em ambas as opções, e para todos os componentes do fluxo será utilizada uma única taxa de desconto.

10.2.1 Comparação do *leasing* frente à compra financiada a custos efetivos iguais e diferentes

Exemplo 1

Para efeitos práticos, serão considerados, inicialmente, o *leasing* e o financiamento, ambos ao custo efetivo de 15% ao ano + CM e uma forma particular de financiamento ao custo efetivo de 9% ao ano + CM, que procura captar as características de uma operação prevista no programa Finame – Agência Especial de Financiamento Industrial e, por isso, chamaremos simplesmente de Finame.

Fazendo esta comparação a diferentes níveis de CM (30% e 40%), obtém-se o seguinte quadro-resumo:

Para quaisquer níveis de CM, o Finame é a opção mais vantajosa, por ter um custo substancialmente mais baixo. Para o mesmo custo de 15% ao ano + CM, o financiamento é mais vantajoso que o *leasing*, em situação em que a CM seja igual a 0, ocorrendo o contrário, com a CM aos níveis de 30 e 40% ao ano. À medida que a CM vai aumentando, o valor atual do *leasing* se reduz, enquanto que o de financiamento aumenta.

Quadro 1

Valor atual de despesas de *leasing* e financiamento a vários níveis de CM

Correção monetária (%)	Taxa de desconto (%)	Valor atual (U.M.)		
		<i>Leasing</i> (custo = 15% + CM)	Finame (9% + CM)	Financiamento (15% + CM)
0	9	81.224	71.057	79.872
30	42	80.741	73.445	81.780
40	53	80.628	74.013	82.231

Obs.: como taxa de desconto foi utilizada o custo nominal do Finame, para cada nível de correção monetária.

Exemplo 2

A um custo efetivo maior, de 20% ao ano + CM, obtém-se o seguinte quadro comparativo:

Quadro 2

Valor atual de despesas de *leasing* e financiamento ao custo efetivo de 20% ao ano + CM

Correção monetária (%)	Taxa de desconto (%)	Valor atual (U.M.)	
		<i>Leasing</i>	Financiamento
30	42	90.501	89.116
	56	70.000	73.218
40	53	90.373	89.478
	68	70.001	73.627

Obs.: 42% e 53% são as taxas nominais de Finame utilizadas também no quadro-resumo 1; 56% e 68% são as taxas de juros nominais de *leasing* com a CM a 30% e 40%, respectivamente.

Descontado o fluxo à taxa nominal do Finame, a opção de financiamento é mais vantajosa, mas essa vantagem se reduz com o aumento da CM. Descontado à taxa de juros nominal do *leasing*, esta se revela mais vantajosa, e essa vantagem aumenta com a CM.

A observação dos quadros-resumo 1 e 2 permite extrair algumas conclusões, na comparação direta entre o *leasing* e o financiamento:

1. Dado um certo custo de oportunidade para a firma e um dado nível de CM, quanto maior o custo efetivo, maior a possibilidade de o financiamento se tornar mais vantajoso.
2. Para um dado custo efetivo, quanto maior a CM, maior a possibilidade de o *leasing* se tornar mais vantajoso.
3. Para um dado custo efetivo e uma dada CM, quanto maior o custo de oportunidade para a firma (taxa de desconto do fluxo de despesas), maior a possibilidade de o *leasing* se tornar mais vantajoso. Esta conclusão coincide com a proposição convencional apresentada por Miller & Upton (1976) de que, quanto maior o custo de oportunidade do capital para a firma, maior a possibilidade de se configurar a vantagem do *leasing* sobre a compra financiada. Assim, se a taxa de retorno da atividade for uma boa *proxy* para o custo de oportunidade para a firma, quanto maior for essa taxa de retorno, maior a possibilidade de a firma recorrer ao *leasing* como a melhor alternativa.

11. O papel do *leasing* no mercado de capitais como fonte de recursos para investimentos a longo prazo

11.1 Outras fontes de financiamento e o desempenho dos bancos de investimentos (BI) e dos bancos estaduais de desenvolvimento (BD)

Dentro do segmento de mercado de capitais brasileiro, o suprimento de recursos a médio e longo prazos às empresas nacionais não tem sido executado satisfatoriamente, tanto através do mercado acionário, mediante a emissão e lançamento de ações e debêntures, bem como pelas instituições financeiras, mediante captação e aplicação de poupança voluntária e de recursos próprios.

Essa situação tem perdurado, mesmo após 1964, com o advento de leis como a de n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, da reforma do sistema bancário, e a de n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, de mercado de capitais, seguidas pela criação de bancos de investimento, de iniciativa privada, que tinham como objetivo atuar primordialmente em operações de participação ou de financiamento, a médio e longo prazos, para o suprimento de capital fixo ou de giro. Também, os bancos de desenvolvimento, de origem governamental, foram criados com objetivo semelhante.

O exame da distribuição das aplicações dos BI, contudo, demonstra uma destinação preponderante de recursos para financiamentos a curto prazo (capital de giro e para consumo), cabendo uma parcela minoritária para os de longo prazo (capital fixo). A tabela 2 mostra que a participação média, no período de 71 a 78, de empréstimos a longo prazo sobre o total de empréstimos, excluídos os repasses, foi de 5,1%. A exclusão dos repasses foi motivada menos pela falta de dados quanto a sua destinação entre aplicações de curto ou longo prazos e mais pelo fato

de que, em tais operações, especificamente em repasses de recursos oficiais a juros subsidiados, não se configura uma atividade típica de intermediação financeira, de modo que essa função na realidade, estaria sendo mais atribuída à esfera governamental.

Tabela 2

Participação relativa dos empréstimos de longo e curto prazos no total de empréstimos dos BI, exclusive por repasses (%)

Ano	Longo prazo (capital fixo)	Curto prazo		
		Capital de giro	Ao consumidor	Total
1971	7,1	80,6	12,4	93,0
1972	5,4	81,1	13,5	94,6
1973	5,1	86,4	8,5	94,9
1974	6,0	85,0	9,0	94,0
1975	4,7	92,0	3,3	95,3
1976	7,9	91,3	0,8	92,1
1977	3,8	95,2	1,1	96,3
1978	1,0	98,1	1,0	99,1

Fonte: Banco Central do Brasil. *Boletim*, nov. 1979.

Este certo desvio dos BI em relação aos seus principais objetivos de aplicações a médio e longo prazos, constatado também por Behrens (1978), certamente é reflexo das condições reinantes do lado da captação de recursos, indicando a falta ou a insignificância de colocação de títulos de médio e longo prazos, e a inadequação ou desvirtuamento dos meios de captação atualmente mais utilizados, principalmente na forma de depósito a prazo fixo. Na falta de tomadores de longo prazo, esses títulos só poderiam concorrer com outros de curto prazo na medida que tivessem seu prazo reduzido, resultando, por consequência, na redução dos prazos das aplicações.

A atuação dos BI e de outras instituições financeiras, que de alguma forma constitui reflexo de várias injunções reinantes no mercado de capitais, tem mostrado que os recursos da poupança privada voluntária, recursos externos e recursos próprios não têm financiado operações a longo prazo, de modo que essa função está sendo assumida pela participação do Estado, através das linhas de crédito dirigido, a taxas de juros subsidiadas, cujos recursos provêm de fundos de poupança compulsória, de dotações orçamentárias governamentais, de recursos de capital de entidades financeiras oficiais, de repasses de entidades financeiras internacionais de fomento etc.

A participação de tais fontes de financiamento tem sido crescente e, mesmo para os BI, os repasses têm aumentado sua participação na composição de origem

de recursos, passando de 6%, em 1966, e aumentando progressivamente até 29%, em 1978.

Dentro desse quadro atual do mercado de capitais, uma análise mais crítica do Sistema de Arrendamento Mercantil se faz necessária. Conforme a tabela 3, verifica-se que o conjunto de suas aplicações se destinam quase totalmente ao arrendamento de ativos fixos.

A tabela 4 mostra a evolução do valor de bens arrendados a partir de junho/77, em confronto com os empréstimos, exclusive repasses, concedidos pelos BI para o financiamento de capital fixo.

Tabela 3
Composição percentual das aplicações do conjunto das arrendadoras (%)

Data	Disponível	Arrendamentos a receber	Outros itens do realizável	Imobilizado
jun. 77	2,2	90,2	6,7	0,9
dez. 77	3,1	83,8	12,3	0,8
jun. 78	1,5	86,8	11,0	0,7
dez. 78	2,2	79,1	18,1	0,6
jun. 79	1,0	82,3	16,2	0,5

Fonte: LSSAM – BCB.

Obs.: 1. No item “Imobilizado” não foi incluído o imobilizado de crédito, que se refere ao valor contábil líquido do bem arrendado. 2. “Outros itens realizável” é composto de aplicação em títulos e valores mobiliários, depósitos no Banco Central, de empréstimos externos e créditos a fornecedores.

Tabela 4
Arrendamentos a receber das empresas de *leasing* e saldo de empréstimos para capital fixo concedidos pelo BI, excetuando repasses (em Cr\$ correntes)

Data	Arrendamentos	Empréstimos para capital fixo
jun. 77	5.755	4.599
dez. 77	8.966	3.634
jun. 78	11.606	1.858
dez. 78	17.604	1.463
jun. 79	25.701	2.113

Fonte: LSSAM – BCB e *Boletim do BCB*, dez. 79.

Em junho de 1977, o valor dos bens arrendados já era maior que os empréstimos para capital fixo dos BI, exclusive repasses, e, a partir de então, enquanto as aplicações das empresas de *leasing* subiram, as dos BI caíram. Embora estes dados não constituam prova irrefutável do mal desempenho dos BI e do sistema financeiro como um todo, que atua na captação de poupança voluntária para o suprimento de recursos a longo prazo, ao menos constituem-se em indicador de que o sistema *leasing* tem desempenhado satisfatoriamente essa função.

Em suma, o segmento de mercado de capitais, para financiamento a longo prazo, apresenta, de um lado, uma limitação na atuação das instituições financeiras privadas, tanto no mercado acionário como no de empréstimos creditícios e, de outro, grandes volumes propiciados, pelas linhas de crédito dirigido, de origem oficial, as quais são definidas segundo regras de prioridades estabelecidas pela administração política e econômica do Governo. A fixação de requisitos exigidos para a concessão desse crédito, relacionados a aspectos como finalidade, caracterização das empresas beneficiárias, setores enquadrados, prazos etc., impõe barreiras ao acesso de muitos pretendentes, de modo a induzir os excluídos a procurar fontes alternativas de financiamento.

Nesse contexto, o *leasing* pode-se tornar uma alternativa viável e acessível para o financiamento de investimentos em capital fixo para as empresas não beneficiadas pelas linhas de crédito dirigido. Essa característica tornaria pouco relevante qualquer tentativa de realizar uma comparação com a opção de compra financiada, como efetuado na parte II, item 10. Por exemplo, os resultados obtidos com o modelo Myers, que mostram uma perda sistemática para as arrendatárias, se efetivamente corretos, podem estar revelando que as mesmas não estariam efetuando o *leasing* como aquela melhor alternativa, mas sim como aquela cujo acesso se oferece para a usuária. Uma análise comparativa mais abrangente, portanto, deve levar em conta tanto as variáveis mais intrínsecas do *leasing*, como, também, as variáveis conjunturais do mercado de capitais e, mais amplamente, de toda a economia.

Essa conclusão pode ser fortalecida quando se examina mais atentamente as várias linhas de crédito dirigido existentes para financiamento de ativos fixos. Entre eles, destacam-se o Finame, criado em 1964 e transformado em empresa pública em 1971, o Programa de Operações Conjuntas – POC, ex-Fipeme – Programa de Financiamento à Pequena e Média Empresa, administrado pelo BNDE e mais alguns fundos, sob a administração do Banco do Brasil, sendo o Finame, destacadamente, o de maior importância.

Nesse sentido, os setores de atividades onde o *leasing* mais tem atuado e, principalmente os tipos de ativos mais arrendados, coincidem, aproximadamente, com as faixas não abrangidas pelo Finame. Por exemplo, os ativos mais arrendados, como computadores, veículos leves, móveis e utensílios, imóveis, alguns equipamentos pesados industriais, equipamentos de telecomunicações, normalmente não são elegíveis para o Finame.

Estes aspectos têm dado ao sistema *leasing* um caráter residual, complementar, como fonte de recursos para capital fixo, no sentido de que, à exceção de setores como o financeiro, que encontra no *leasing* um meio útil para evitar o aumento de suas imobilizações, e, possivelmente, de ativos como computadores e veículos, as empresas a ele recorrem quando as alternativas de financiamento e outras fontes tornam-se inviáveis.

11.2 *Problemas de captação de recursos pelas empresas de leasing*

As evidências são de que o desempenho do Sistema de Arrendamento Mercantil tem sido importante, dentro do segmento de mercado de capitais direcionado a investimentos em capital fixo. Esse desempenho ganha uma conotação especial ao se considerar que a sua atuação tem-se ressentido de uma disfunção existente entre suas operações ativas e passivas. Nesse sentido, o exame da tabela 5 permite mostrar alguns pontos de destaque sobre a composição das operações passivas das arrendadoras:

1. A ausência de obtenção de recursos através de captação por instrumentos próprios, como ocorre nas demais instituições participantes do sistema financeiro. Este fato decorre do aparato institucional e legal que veda às arrendadoras de possuir instrumentos próprios de captação junto ao público, ou seja, pelo não reconhecimento do caráter financeiro do sistema, pelo menos em suas operações passivas.
2. A ausência de recursos por repasses de recursos oficiais, via autoridades monetárias, instituições oficiais de crédito ou diretamente via fundos ou depósitos do setor público;
3. Conseqüentemente, a quase-totalidade dos recursos são obtidos por empréstimos no mercado livre, como mostra a col.10, em que, a proporção de empréstimos no TOR atinge os percentuais de 81, 86, 88, 93, 95, 93 e 91, respectivamente, para os semestres entre junho de 1977 e junho de 1980.
4. Do total de empréstimos, a maior parte é de origem externa, alcançando percentuais de 69, 73, 76, 77, 75, 69 e 59, conforme a col.8.
5. Sendo alta a proporção do exigível sobre o TOR, a proporção de recursos próprios se revela pequena conforme a coluna 12. Para uma comparação, o sistema dos BI, em todo o seu período de funcionamento, entre 1966 e 78, tem a proporção média de 14% de recursos próprios.

Constata-se, portanto que, se o caráter financeiro das operações das arrendadoras é reconhecido do lado das aplicações, o mesmo não ocorre do lado da captação, sendo vedada às mesmas a utilização de instrumentos próprios de captação da poupança voluntária.

Tabela 5

Origem de recursos do Sistema de Arrendamento Mercantil (em Cr\$ milhões)

Data	Exigível					Patrimônio líquido	Total de origem de recursos TOR	Empréstimos externos sobre o total de emprést. (8)=(2)/(3) (%)	Empréstimos externos sobre o TOR (9)=(2)/(7) (%)	Total de empréstimos sobre o TOR (10)=(3)/(7) (%)	Exigível sobre o TOR (11)=(5)/(7) (%)	Recursos próprios sobre o TOR (12)=100-(11) (%)
	Empréstimos			Fornec. e outras exig. (4)	Total do exigív. (5)							
	Inter. (1)	Exter. (2)	Total (3)									
Jun. 77	1.306	2.874	4.180	358	4.538	603	5.141	69	56	81	88	12
Dez. 77	1.969	5.357	7.326	502	7.828	683	8.511	73	63	86	92	8
Jun. 78	2.329	7.267	9.596	462	10.058	846	10.904	76	67	88	92	8
Dez. 78	3.963	13.364	17.327	539	17.866	809	18.675	77	72	93	96	4
Jun. 79	6.259	19.153	25.412	696	26.108	782	26.890	75	71	95	97	3
Dez. 79	13.956	30.840	44.796	1.468	46.264	2.401	48.665	69	63	93	95	5
Jun. 80	25.592	36.826	62.418	2.783	65.201	3.449	68.650	59	54	91	95	5

Fonte: LSSAM – BCB.

Obs.: TOR = Total de origem de recursos = total do passivo, exclusive resultados diferidos.

Neste ponto, tem-se a considerar que:

1. O art. 17, da Lei n.º 4.595, define como instituição financeira “as pessoas jurídicas, públicas ou privadas que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira”. Embora as arrendadoras estejam efetuando aplicações de natureza fundamentalmente financeira e não mercantil, elas não são reconhecidas como tais, por não serem mencionadas no enquadramento realizado no parágrafo 1.º do art. 18, para efeitos de caracterização das instituições financeiras, de modo que lhes é vedada a sua atuação na captação de recursos de terceiros, mediante a utilização de instrumentos próprios de captação. Como consequência, as arrendadoras têm recorrido preponderantemente a empréstimos, dos quais a maior parte é de origem externa.
2. No âmbito legislativo do mercado de capitais, ainda, o art. 35 veda às instituições financeiras a emissão de debêntures, a menos que não recebam depósitos e desde que previamente autorizadas pelo Banco Central. Como não são consideradas instituições financeiras, apesar de serem fiscalizadas pelo Banco Central e sujeitas às normas do Sistema Financeiro Nacional, quando pertinentes, e por não receberem depósitos, as arrendadoras teriam, potencialmente, a prerrogativa de emitir debêntures, que, teoricamente, são títulos de alta flexibilidade e poderiam constituir um meio eficaz de captação.

Verifica-se, assim, que as aplicações das empresas de *leasing*, embora sejam essencialmente financeiras, não encontram correspondência do lado da estrutura de origem de recursos, que revela a ausência de captação própria, além da inexistência de benefícios por repasses ou de quaisquer recursos subsidiados de origem governamental. Estes aspectos, de um lado, conferem à atuação das empresas de *leasing* características atribuídas a um mercado livre, a menos da existência de uma regulamentação, mas, por outro lado, revela uma anomalia pela apresentação de uma disfunção entre as operações ativas e passivas dessas empresas. Além disso, a dependência quase exclusiva de empréstimos implica na associação da atividade a um grau elevado de vulnerabilidade, o qual pode resultar na concretização de situações difíceis, como na atual conjuntura, em que a rápida desvalorização cambial impõe custos elevados à captação externa e o montante elevado da dívida externa poderá constituir empecilho à manutenção de um fluxo adequado de recursos na forma de empréstimos externos.

O financiamento das operações ativas das arrendadoras, com base em recursos externos, merece considerações adicionais à luz dos acontecimentos mais recentes.

Os vários indicadores – como o déficit em conta corrente, que é o principal determinante das variações do endividamento externo, a relação dívida líquida/exportações e a relação serviço da dívida/exportações, vistos nas tabelas 6, 7 e 8 – mostram que as contas externas brasileiras, de fato, pioraram significativamente após 1974.

Tabela 6
Saldos em conta corrente e do balanço de pagamentos
(Fluxos em US\$ milhões)

Ano	Saldo da Balança Comercial (FOB) (I)	Serviços ^a (II)	Saldo de Transações Correntes (III)=(I)+(II)	Movimento Líquido de Capitais (IV)	Erros e Omissões (V)	Superávit (+) ou Déficit (-) (VI)=(III)+(IV)+(V)
1960	-23	-455	-478	58	10	-410
61	113	-335	-222	288	49	115
62	-89	-300	-389	181	-138	-346
63	112	-226	-114	-54	-76	-244
64	344	-204	140	82	-218	4
65	655	-287	368	-6	-31	331
66	438	-384	54	124	-25	153
67	213	-450	-237	27	-35	-245
68	26	-534	-508	541	-1	32
69	318	-599	-281	871	-41	549
1970	232	-794	-562	1.015	92	545
71	-341	-966	-1.307	1.846	-9	530
72	-244	-1.245	-1.489	3.492	436	2.439
73	7	-1.695	-1.688	3.512	355	2.179
74	-4.690	-2.432	-7.122	6.254	-68	-936
75	-3.540	-3.160	-6.700	6.189	-439	-950
76	-2.255	-3.762	-6.017	6.806	403	1.192
77	97	-4.134	-4.037	5.278	-611	630
78	-1.024	-5.966	-6.990	11.891	-639	4.262
79	-2.840	-7.902	-10.742	7.657	-130	-3.215
1980 ^b	-1.347	-2.298	-3.645	3.265	-569	-949

Fontes: França, Paulo Oscar. A importância do setor externo na economia brasileira. Trabalho apresentado na XVI Reunião de técnicos de bancos centrais do continente americano, em 25 de novembro de 1979.

Boletins do Banco Central do Brasil - vários números.

BCB/DEPEC/DIBAP.

^aInclui transferências unilaterais.

^bperíodo de janeiro a março.

Esses números também mostram que a situação se agravou mais ainda (principalmente quanto ao déficit em conta corrente e na relação dívida líquida/exportações), a partir de 78, tendência essa que perdura até meados de 80, sem perspectivas de qualquer melhora pelo menos até o fim de 80.

Tabela 7
Dívida líquida e exportações
(Em US\$ milhões)

Ano	Dívida externa bruta (I)	Reservas internacionais (II)	Dívida líquida (III)=(I)-(II)	Exportações (IV)	Relação dívida líquida/exportações (V)=(III)/(IV)
1960	3.462	345	3.117	1.270	2,45
61	3.144	470	2.674	1.405	1,90
62	3.367	285	3.082	1.215	2,54
63	3.298	215	3.083	1.406	2,19
64	3.155	244	2.911	1.430	2,04
65	3.644	483	3.161	1.596	1,98
66	3.666	421	3.245	1.741	1,86
67	3.281	198	3.083	1.654	1,86
68	3.780	257	3.523	1.881	1,87
69	4.403	656	3.747	2.311	1,62
1970	5.295	1.187	4.108	2.739	1,50
71	6.622	1.723	4.899	2.904	1,69
72	9.521	4.183	5.338	3.991	1,34
73	12.571	6.416	6.155	6.199	0,99
74	17.166	5.269	11.897	7.951	1,50
75	21.171	4.040	17.131	8.670	1,98
76	25.985	6.544	19.441	10.128	1,92
77	32.037	7.256	24.781	12.120	2,04
78	43.511	11.895	31.616	12.659	2,50
79	49.904	9.689	40.215	15.244	2,64
1980					
jan.-mar.	49.856	7.953	41.903	16.236	2,58

Fonte: França, Paulo Oscar. op. cit.
Boletins do Banco Central do Brasil – vários números.
BCB/DEPEC/DIBAP.

O agravamento da situação do balanço de pagamentos, após 1978, tem como efeito um decréscimo na taxa de crescimento da dívida externa, a partir de dezembro de 1978 (col. X da tabela 9), o que, possivelmente, estaria refletindo menor taxa de crescimento na captação externa, fruto de uma retração na oferta de recursos por parte dos credores externos e/ou de uma queda na demanda por tais recursos pela imposição de uma taxa de juros mais elevada, face ao crescente risco associado às operações com tomadores brasileiros.

Por exemplo, os empréstimos em moeda, através da Lei n.º 4.131 e da Resolução n.º 63, apresentaram uma diminuição no fluxo de ingresso, após dezembro

Tabela 8
Serviço da dívida e exportações
(Fluxos em US\$ milhões)

Ano	Serviço da dívida (I)	Exportações (II)	Relação serviço da dívida/exportações (III)=(I)/(II)
1960	532	1.270	0,42
61	441	1.405	0,31
62	428	1.215	0,35
63	451	1.406	0,32
64	408	1.430	0,28
65	460	1.596	0,29
66	505	1.741	0,29
67	628	1.654	0,38
68	628	1.881	0,33
69	675	2.311	0,29
1970	906	2.739	0,33
71	1.152	2.904	0,40
72	1.561	3.991	0,39
73	2.186	6.199	0,35
74	2.573	7.951	0,32
75	3.670	8.670	0,42
76	4.797	10.128	0,47
77	6.163	12.120	0,51
78	8.019	12.659	0,63
79	10.570	15.244	0,69
1980 jan.-mar.	2.666	4.117	0,65

Fonte: França, Paulo Oscar. op. cit.
Banco Central do Brasil/DEPEC/DIBAP.

de 1978, passando de um incremento percentual de 18,3 no semestre findo em dezembro de 1978, para 1,7% em junho de 1980.

Em conseqüência, as arrendadoras que recorrem intensamente ao empréstimo em moeda, em ambas as modalidades, não conseguiram manter as altas taxas de expansão dos empréstimos externos em suas operações passivas, apresentando as mesmas uma tendência de declínio a partir de dezembro de 1978, tendo inclusive atingido taxas negativas no período compreendido entre junho de 1979 e junho de 1980 (col. IV da tabela 9). Essa retração foi tal que a participação das arrendadoras na captação total de empréstimos externos caiu de 2,3% em junho de 1979 para 2,0% em junho de 1980 (col. XI da tabela 9), denotando que o Sistema de

Tabela 9

Evolução dos empréstimos externos das arrendadoras e empréstimos em moeda totais do Brasil
(Saldos em US\$ milhões)

Data	Arrendamentos realizados ^a		Empréstimos externos das arrendadoras ^a		Empréstimos em moeda totais do país				Endividamento externo do país		Participação dos empréstimos externos das arrendadoras s/total empr. externos (XI)=(III)/(VII) (%)	(XII)=(III)/(I) (%)
	Saldo (I)	Taxa de cresc. (%) (II)	Saldo (III)	Taxa de cresc. (%) (IV)	Lei n.º 4.131 (V)	Res. 63 (VI)	Total ^b (VII)=(V)+(VI)	Taxa de cresc. (%) (VIII)	Saldo (IX)	Taxa de cresc. (%) (X)		
Jun. 77	403,0		201,3		14.736,8	4.981,7	19.718,5		28.648,1		1,0	50
Dez. 77	562,1	39,5	335,9	66,9	16.261,8	5.239,8	21.501,6	9,0	32.037,2	11,8	1,6	60
Jun. 78	647,3	15,1	405,3	20,7	18.998,6	5.925,5	24.924,1	15,9	36.999,3	15,5	1,6	63
Dez. 78	847,2	30,9	643,1	58,7	22.200,3	7.272,4	29.472,7	18,3	43.510,7	17,6	2,2	76
Jun. 79	1.007,3	18,9	750,7	16,7	23.957,9	8.077,2	32.035,1	8,7	46.517,8	6,9	2,3	75
Dez. 79	1.096,4	8,8	728,6	-2,9	26.882,5	7.723,5	34.606,1	8,0	49.904,2	7,3	2,1	66
Jun. 80	1.277,2	16,5	706,6	-3,0	26.816,8	8.388,9	35.205,7	1,7	51.577,6	3,4	2,0	55

Fonte: Levantamento semestral sobre o sistema de arrendamento mercantil – BCB. Boletins do Banco Central do Brasil – vários números.

^a valores convertidos em dólares à taxa de câmbio de compra vigente ao fim de cada semestre;

^b não estão incluídos os empréstimos amparados pela Instrução 289, de 14.01.65, por não serem realizados pelas arrendadoras.

Arrendamento Mercantil diminuiu a captação desses recursos relativamente mais do que os demais tomadores.

Não obstante, do lado das aplicações, não se nota uma queda tão acentuada dos arrendamentos realizados, a partir de dezembro de 1978 (col. II da tabela 9). Na realidade, as arrendadoras mantiveram quase inalterado o nível de suas operações ativas, mediante a utilização mais intensa dos recursos internos, principalmente os empréstimos dos bancos de investimento (BI).

Esse fato demonstra uma versatilidade e uma alta capacidade de readaptação por parte do Sistema de Arrendamento Mercantil, deixando de recorrer menos ao mercado externo quando este se mostrou desfavorável e mais aos empréstimos do sistema financeiro privado nacional, apesar da existência de dificuldades, como, por exemplo, aquela decorrente do teto de 45%, imposto sobre as operações creditícias das instituições financeiras, inclusive dos BI para o ano de 1980, com base no saldo de aplicações de dezembro de 1979.

Por outro lado, fica evidente a fragilidade da estrutura de financiamento das arrendadoras e o alto custo de suas operações ativas, que são primordialmente decorrentes de uma dependência quase total de exigibilidades provenientes de instituições financeiras, tanto de origem externa como interna, e da ausência de uma fonte de recursos mais estável e menos onerosa.

Neste ponto, algumas inovações poderiam levar ao aperfeiçoamento do arrendamento mercantil, como visto, praticado primordialmente na modalidade de *leasing* financeiro:

1. Uma conjugação de recursos originários de investidores institucionais, tais como seguradoras, fundos de pensão e montepios, à semelhança do que ocorre nos EUA, permitiria uma ampliação do volume de recursos e a redução dos custos; a permissão de emissão de debêntures, ou de outro título de crédito, também serviria ao mesmo propósito de ampliação de recursos e, possivelmente, a uma redução de custos.
2. A instituição de um dispositivo semelhante ao crédito fiscal por investimento poderia canalizar recursos substanciais que são, normalmente, oferecidos à tributação pelo IR. Tal dispositivo, apesar de guardar semelhança com o atual sistema de incentivos fiscais, de âmbito setorial, poderia ser mais eficiente que este, sem que acarretasse um problema de "superinvestimento", desde que convenientemente dimensionado o nível de incentivo, uma vez que, não sendo limitados a certos setores ou regiões, os recursos poderiam fluir mais amplamente entre investimentos em ativos fixos que permitam uma rentabilidade tal que seja suficiente para a cobertura do pagamento pelos serviços de capital proporcionados pelo *leasing*. Como tal dispositivo constitui uma forma de subsídio, deve-se atentar cuidadosamente para todas as implicações a ele associadas.

Abstract

Up to now the papers written about leasing in Brazil had almost always been about a comparison between leasing and financed buying, under the accounting approach, in order to try to determine which way the acquisition of capital services flow is less expensive for the user firm. The analysis of leasing under the economic approach, although not profound, favors a better understanding of the subject, mainly to identify the relevant aspects of the two basic types of leasing: the operational and the financial. The leasing as it has been developing in Brazil has essentially financial characteristics, as a consequence of many factors related to the leasing companies, on the supply side of the market, as well as of the basic law concerning *arrendamento mercantil*. For the user the financial lease can be more profitable than the financed purchase since the tax framework and the cash inflow for the leasing companies are adequate.

Referências bibliográficas

Associação Brasileira de Empresas de *Leasing* – Abel. *Índice do Leasing 1978*. Índice – o Banco de Dados, s. d.

_____. *Índice do Leasing 1979*. Índice – o Banco de Dados, s. d.

Behrens, Alfredo. O papel dos bancos de investimento como instituição de crédito a longo prazo. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, jan./abr. 1978.

Brief, Richard P. Uma análise da correção monetária brasileira para ativos fixos. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, jan./abr. 1978.

Burke, Robert L. Palestra proferida no I Congresso Nacional das Empresas de *Leasing*, em São Paulo, em novembro de 1978. *Índice do Leasing 1979*.

Comissão Nacional de Bolsa de Valores. *Legislação sobre Mercado de Capitais*. 3. ed. 1979.

Gordon, Myron J. A general solution to the buy or lease decision: A pedagogical note. *Journal of Finance*, Mar. 1974.

Henderson Jr., Glenn V. A general solution to the buy or lease solution: a pedagogical note: comment. *Journal of Finance*, Mar. 1976.

Meirelles, Henrique de Campos. *O leasing no Brasil: uma proposta de estrutura financeira e contábil*. Tese de mestrado. Rio de Janeiro, COPPE/UFRJ, 1978.

Miller, Merton H. & Upton, Charles W. Leasing, buying and the cost of capital services. *Journal of Finance*, June 1976.

Myers, Stewart C.; Dill, David A. & Bautista, J. Alberto. Valuation of financial lease contracts. *Journal of Finance*, June 1976.

Nepomuceno, F. *Leasing – procedimentos contábeis*. Sociedade Editora Ipanema, 1976.

Neuhaus, Paulo & Magalhães, Uriel de. Uma nota sobre os aspectos econômicos do *leasing*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, set./dez. 1976.

Neves, Renato Baumann. A utilização da capacidade produtiva na indústria brasileira 1955-75. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, ago. 1978.

Ogasavara, Roberto Shoji. *Bancos de investimento: desempenho passado e perspectivas para o futuro*. FGV/EPGE, out. 1979. (Trabalho não publicado).

Oliveira, Hélio José de. *Leasing – modalidades e técnicas financeiras*. Livraria Sulina, 1974.

O *leasing* e o empresário – alguns aspectos a considerar. *Conjuntura Econômica*, jan. 1971.
Puccini, Abelardo L. *Matemática financeira*. Livros Técnicos e Científicos, 1978.

Queiroz, José Wilson N. *Teoria e prática do leasing*. Imprensa Universitária da Universidade Federal do Ceará, 1974.

Rolin, Serge. *O leasing*. Bélgica, Gerard e Verviers, 1970.

Schall, Lawrence D. The lease-or-buy and asset acquisition decisions. *Journal of Finance*, Sept. 1974.

Souza Filho, Carlos Mário Fagundes de. *Aspectos do leasing no Brasil*. São Paulo, maio 1978. mimeogr.

Teixeira, Natermes Guimarães. Abordagem comparativa da operação. *Rumos do Desenvolvimento*, nov./dez. 1977.

Travassos, Fernando Cariola. *Análise dos aspectos práticos que envolvem a operação de leasing no Brasil*. Tese de mestrado. Rio de Janeiro, Pontifícia Universidade Católica, Departamento de Engenharia Industrial, dez. 1976.

Wald, Arnoldo. Aspectos tributários do *leasing*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. set./dez. 1975.