

TÍTULO: Estratégia e Decisões de Investimento em Condições de Risco: um Estudo na Veracel Celulose S/A.

ÁREA TEMÁTICA: Finanzas

AUTOR: Robson Braga
POSICIÓN: Pesquisador, MS
INSTITUCIÓN : Universidade Federal da Bahia
DOMICÍLIO: Salvador, Bahia
NÚMERO DE TELEFONO: 55-71- 3263-7305
NÚMERO DE FAX: 55-71- 3263-7305
DIRECCIÓN ELETRÔNICA: robsonbraga11@uol.com.br
DIRECCIÓN PARA CORRESPONDÊNCIA: Av. Reitor Miguel Calmon, s/n - Vale do Canela CEP: 40110-903 SALVADOR - BAHIA BRAZIL

AUTOR: Adriano Leal Bruni
POSICIÓN: Professor, Dr
INSTITUCIÓN : Universidade Salvador- UNIFACS
DOMICÍLIO: Salvador, Bahia
NÚMERO DE TELEFONO: 55-71-32738607
NÚMERO DE FAX: 55-71-32718198
DIRECCIÓN ELETRÔNICA: albruni@infnitaweb.com.br
DIRECCIÓN PARA CORRESPONDÊNCIA: Programa de Pós-graduação em Administração - UNIFACS R. Dr. José Peroba, 251, Sala 601 STIEP - SALVADOR - BAHIA BRAZIL-41.770-235

AUTOR: Augusto de Oliveira Monteiro
POSICIÓN: Professor, Dr
INSTITUCIÓN : Universidade Salvador- UNIFACS
DOMICÍLIO: Salvador, Bahia
NÚMERO DE TELEFONO: 55-71-32738607
NÚMERO DE FAX: 55-71-32718198
DIRECCIÓN ELETRÔNICA: augustomont@uol.com.br
DIRECCIÓN PARA CORRESPONDÊNCIA: Programa de Pós-graduação em Administração - UNIFACS R. Dr. José Peroba, 251, Sala 601 STIEP - SALVADOR - BAHIA BRAZIL-41.770-235

Estratégia e Decisões de Investimento em Condições de Risco: um Estudo na Veracel Celulose S/A.

Resumo

O artigo investiga o processo de decisão de investimento em condições de risco em uma indústria de celulose, a Veracel Celulose S/A. Revisa os debates que cercam o ambiente das empresas de celulose e pesquisa como a Veracel pondera, controla e mitiga a influência dos eventos de risco que fazem parte de sua realidade. Tem como método de coleta de dados o estudo bibliográfico, documental e o uso de entrevistas semi-estruturadas. Conclui que a Veracel utiliza as mais conhecidas técnicas de avaliação de investimentos, valendo-se do uso da simulação de cenários de risco e rigoroso processo de atendimento à legislação ambiental e de estratégias de redução de riscos corporativos, mostrando sintonia com as principais recomendações teóricas sobre avaliação e decisões de investimento de longo prazo.

Palavras-chave: investimentos de longo prazo, risco e celulose.

1. Introdução

A sobrevivência e o sucesso de uma empresa são consequência de uma série de fatores específicos do ramo de atuação e da conjuntura de mercado no qual está inserida. Esse conjunto de variáveis exige que se tenham critérios bem definidos para a avaliação das decisões a serem tomadas. Essas decisões determinarão o caminho a seguir e os objetivos a serem atingidos e dependem do comportamento analítico e motivação do investidor.

Dentro do contexto das decisões de financiamento e investimento existem variáveis que podem conspirar contra ou a favor, dependendo do comportamento do administrador dos ativos e da conjuntura de mercado. Quanto mais incerto for o direcionamento dessas variáveis, maior o risco do investimento. O risco de um investimento está relacionado com a volatilidade do retorno esperado ao longo do tempo. No processo decisório, buscar conhecer quais são as variáveis que podem influenciar o retorno dos investimentos, positiva ou negativamente, é algo essencial para reduzir as surpresas e mesmo antecipar ou simular comportamentos defensivos ou agressivos. No entanto, nem sempre os investidores têm percepção clara do risco no contexto das decisões que tomam.

Este estudo busca descrever a avaliação do processo decisório no segmento de celulose, segmento caracterizado pela necessidade intensiva de capital para alocação em estrutura produtiva e tecnológica, exigindo investimentos de recursos com maturação em longo prazo, além do fato do tempo de maturação das árvores, que alonga o período de retorno do investimento. Esse segmento, bastante controverso em termos de receptividade pelos países e comunidades devido ao seu propenso impacto ambiental, tem em seu contexto a inserção de diversas variáveis que tornam o processo decisório complexo pela integração de elementos específicos e externos ao negócio. Decidir por investimentos de longa maturação, essenciais ao negócio, em cenário turbulento, tendo diversos *stakeholders* disputando atenção e contemplação de suas necessidades é algo que merece estudo.

2. Fundamentação teórica

A decisão dos investimentos de longo prazo deve estar dentro de um programa maior estabelecido para a empresa como um todo, envolvendo seus diversos setores, que é a estratégia empresarial. Ou seja, quando da decisão de investir recursos de longo prazo na empresa, isso tem que encontrar eco no planejamento estratégico da empresa. Almeida (2003) destaca que no processo de planejamento estratégico a empresa se depara com quatro avaliações a serem feitas. A análise dos aspectos internos, do ambiente, a avaliação da estratégia atual e o caminho a seguir em relação ao campo de atuação da empresa.

Esses elementos apresentados são correlatos com os ditames teóricos da avaliação de risco, conforme destaca Securato (1993) quando recomenda que a análise do ambiente seja feita como parte essencial do processo decisório. Securato (1993) destaca ainda que a análise do ambiente seja feita antes da decisão e posteriormente a ela, como forma de identificar as mudanças no ambiente e as novas variáveis de risco que surgiram, principalmente se a decisão tiver mudado o ambiente da empresa.

Alguns teóricos relacionam o conceito de risco como estando relacionado à chance de insucesso de uma operação frente ao comportamento futuro do ambiente e das variáveis que o compreendem. Para Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2002, p.135) “risco é a possibilidade de prejuízo financeiro [...] a variabilidade de retorno associado a determinado ativo”. Gitman (2001, p.205) destaca que risco “é a chance de perda financeira”. Todavia, as chances de comprometimento de perda podem advir de elementos internos à empresa ou do mercado em que ela atua.

Para Damodaran (1997), a medição do risco, como o mesmo é recompensado e quanto risco assumir são questões fundamentais nas decisões de investimento. Para Siqueira (2004, p.01) “investir é comprometer recursos financeiros atuais, na expectativa de obtenção de maior ganho destes no futuro”. Para Siqueira (2004) existem tipos de ativos que são demandantes desses recursos financeiros atuais, dentre os quais destaca-se o que ele chama de ativos reais, que são aqueles destinados à produção de bens e serviços, foco desse estudo.

Para Securato (1993, p.18) a tomada de decisão envolve pensamentos que antecedem o momento decisório. Para o autor a tomada de decisão de investimentos é influenciada por “[...] informações, experiências ou treinos e observações[...]” consideradas muito tempo antes do ato de decidir. Machado (2002) destaca que para minimizar os riscos envolvidos nas decisões de investimentos de longo prazo as empresas devem considerar as oportunidades de investimento disponíveis, como a empresa pretende financiar seus investimentos e qual o retorno esperado pela empresa.

Escolher os ativos exige que se utilizem métodos coerentes de avaliação de opções de investimentos. Johnson (1976) destaca que os métodos aceitáveis devem se basear nos gastos em termos de fluxo de caixa e na avaliação desses fluxos de caixa em termos de seu valor no tempo. O valor do dinheiro no tempo é destacado por Helfert (2000), Gitman (2001), Ross, Westerfield e Jaffe (2002) e Assaf Neto (2003). O valor do dinheiro no tempo é fundamental, pois no decorrer do tempo o dinheiro sofre alterações por influência das taxas de juros e também pelo processo inflacionário (MACHADO, 2002). Gropelli e Nikbakht (2001) incluem ao elemento inflacionário, o risco e a preferência pela liquidez.

Em relação ao risco, a dificuldade de precisar as variáveis que afetarão o futuro, quando do momento de maturação do retorno, torna duvidoso o recebimento do dinheiro em época vindoura (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2001). Esse elemento de risco agrega novos dilemas às decisões de investimento de longo prazo, já que essa liquidez futura não pode ser assegurada, por *mais* elementos que tenham sido considerados no processo decisório. Assim, os investidores buscam se cercar de critérios avaliativos mais prudentes, como a avaliação de cenários (BODIE; KANE; MARCUS, 2000). O uso de cenários nas avaliações permite situações em que se construam simulações otimistas, realistas e pessimistas e busquem as devidas adaptações a cada cenário. Esses cenários, também conhecidos como simulações

do ambiente, devem ser avaliados antes e depois. Cultivar o ambiente facilitará a decisão de investimentos, desde que se consiga uma boa diversificação de informações e a consciência do grupo que decide em relação a esse ambiente (SECURATO, 1993). Toda essa análise facilitará a escolha dos investimentos.

A seleção dos investimentos passa inicialmente por uma coleta de dados criteriosa sobre os mesmos, a elaboração dos fluxos de caixa incrementais, a análise dos ganhos e dos riscos envolvidos e a decisão financeira de aceitar ou rejeitar o projeto (BRUNI; FAMÁ, 2003). Se a resposta for positiva para aceitação, inclui-se ainda após a implementação o acompanhamento (LEMES JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2002). Deve-se considerar que foi feita uma avaliação comparativa entre as diversas opções disponíveis (HUMMEL; TASCHNER, 1995). Definir, pois, se os projetos apresentam opções complementares ou substitutas é fundamental.

Uma vez definidos se os projetos a serem avaliados são, conforme descritos anteriormente, mutuamente excludentes ou independentes, deve-se fazer a escolha dos investimentos de capital, no caso específico os ativos reais, segundo a classificação de Siqueira (2004). Tais ativos, destinados à produção de bens e serviços, têm como motivos principais expansão, substituição ou modernização (MACHADO, 2002). No caso de expansão é comum se buscar o aumento da capacidade operacional através de ativos imobilizados, em se tratando de substituição é o investimento para compensar a obsolescência dos ativos e modernização quando se busca acompanhar evoluções tecnológicas (MACHADO, 2002).

Essa decisão é tomada com base na relação risco e retorno, que conforme Lemes Junior, Rigo e Cherobim (2002) é relação entre a expectativa de retorno e o desvio-padrão associado à possibilidade de consecução daquele. A relação entre risco e retorno é também descrita como análise dos ganhos e estudo dos riscos (BRUNI; FAMÁ, 2003). Para Hummel e Taschner (1995) essas relações entre risco e retorno devem ser feitas de forma comparativa às diversas alternativas de investimento disponíveis. Por conta disso, os autores sentenciam que não existe decisão baseada em uma única opção, é essencial pelo menos duas alternativas (HUMMEL; TASCHNER, 1995, p.25).

As opções de investimento serão então submetidas às técnicas de orçamento de capitais, definidas como um método para avaliar, comparar e selecionar projetos que obtenham o melhor retorno em longo prazo (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2000, p.119).

Dentre as técnicas, destacam-se aquelas que utilizam uma taxa de desconto para adequar os fluxos de caixa futuros aos valores presentes. Tais técnicas são conhecidas como sofisticadas, por considerar o valor do dinheiro no tempo (GITMAN, 2001).

O cenário analítico da avaliação de investimento é complexo e envolve diversas variáveis (HELFFERT, 2000). A empresa deve selecionar os elementos que merecem atenção, em relação ao investimento que pretende realizar, não deixando de considerar a estratégia do negócio da empresa (MACHADO, 2002). E ainda a importância do investimento para o momento em que se avalia e sua relação com o mercado no qual a empresa atua, bem como sua relação com a conjuntura econômica atual e ao longo da vida do projeto (SECURATO, 1993). E, para Ross, Westerfield e Jordan (2002), a exemplo de outros autores em finanças, deve-se considerar ainda um custo não-desembolsável essencial na avaliação de investimentos, o custo de oportunidade, que define quanto se deixa de ganhar em outro investimento por se decidir por determinada opção de projeto.

No tocante aos investimentos na indústria de celulose, destaca-se que esta é bastante exigente em termos de ativos reais ou imobilizados, isso porque é uma indústria intensiva em tecnologia e tem na produção seu ponto forte (PIVA, 2006). Isso é confirmado pelos números de Lahóz e Caetano (2003) que dão conta da utilização da capacidade produtiva do setor de celulose em 93%, um dos mais altos da indústria brasileira. Isso demonstra que para crescer são necessários novos investimentos em estrutura produtiva, já que as empresas operam quase que no limite da capacidade máxima.

3. A indústria de celulose na Bahia e a Veracel

Na década de oitenta, o estado da Bahia iniciou a atração de empresas de celulose, como a Suzano Bahia Sul Celulose que se instalou mais ao extremo sul do estado, próximo à divisa com o Espírito Santo. Outra empresa de celulose se implantou na região de Eunápolis em 1991, abrangendo ainda os municípios de Belmonte, Canavieiras, Guaratinga, Itabela, Itagimirim, Itapebi, Porto Seguro e Santa Cruz Cabrália, à época com a razão social de Veracruz Florestal Ltda, companhia do grupo Odebrecht que tinha a intenção de plantar grandes áreas com o objetivo futuro de construir uma fábrica de celulose. Naquele tempo o processo operacional se sustentava na aquisição de áreas para o plantio de eucalipto, que foi evoluindo ao longo dos anos seguintes (ANDERSSON; BARTHOLDSON, 2004).

Em 1997, com o objetivo de expandir seu plano de construção futura da fábrica, a Odebrecht buscou a sueca Stora, que posteriormente se fundiria com a Enso, empresa finlandesa, tornando-se Stora Enso, uma das maiores produtoras de papel do mundo, que comprou metade das ações da renomeada Veracruz Celulose S.A. Em 1998 é feita nova reformulação da razão social e a companhia passa a se chamar Veracel Celulose S.A (VERACEL, 2006a).

Em 2000, a Aracruz passa a ser acionista, elevando o potencial financeiro e produtor da empresa, já que a nova acionista, além do capital, trouxe para a Veracel conhecimento e tecnologias de uma companhia experimentada e conhecedora do potencial de produção regional, justificado pelos seus altos índices de crescimento produtivo e financeiro no norte do Espírito Santo, região com algumas características semelhantes à baiana (CARRERE; LOHMANN, 2005).

Em 2003, foi dado início o projeto de construção da unidade industrial que demandou US\$ 1,25 bilhão, com um projeto que ambicionava ser um dos modernos do mundo em seu segmento (A TARDE, 1999), cuja expectativa de produção é de 900 mil toneladas anuais de celulose do tipo branqueada de fibra curta de eucalipto e geração de 3 mil empregos diretos (ANUÁRIO BRASILEIRO DE SILVICULTURA, 2005). Uma fábrica como essa, por trazer inovação ao processo produtivo da indústria em questão, faz com que o risco da inovação seja lembrado, pois como destaca Brown (2005) evoluir tecnologicamente exige propensão a correr riscos. A evolução de grandes empresas no mundo se deu pela cultura do risco, que foi sendo percebido e administrado (BROWN, 2005). No caso de uma indústria como a Veracel a imersão no risco se dá no momento de optar por investimento que tendem a se maturar em prazos longos, que envolvem novas tecnologias e demandam recursos que tendem a mais do que duplicar seus ativos.

4. Metodologia

A presente pesquisa foi realizada sob dois prismas, um de caráter teórico através de documentos relativos ao segmento estudado e à literatura que dá suporte ao tema. Outro de caráter prático, através da pesquisa de campo de caráter qualitativo que utilizou como técnicas a análise documental da empresa e a entrevista não-estruturada. Os entrevistados foram os responsáveis pelo processo de decisão de investimentos de longo prazo e os demandantes ou avaliadores de informações relevantes ao processo decisório de investimentos de longo prazo. A coleta de dados ocorreu no período entre junho a outubro de 2006.

As questões buscaram centrar-se em indicadores relevantes aos objetivos específicos da pesquisa: (a) Saber qual a compreensão que os gestores financeiros da indústria estudada têm do risco; (b) Conhecer como são identificadas, analisadas e controladas as variáveis de risco que influenciam a indústria em questão; (c) Caracterizar o processo de avaliação e escolha dos investimentos de longo prazo, tendo em vista questões ligadas à custo, risco e retorno; (d) Discutir quais as técnicas, os desafios e as soluções identificadas no processo de avaliação de investimentos.

5. Análise dos resultados

Inicialmente, imaginava-se que a pesquisa centrar-se-ia apenas nos gestores financeiros. Porém, a coleta dos dados revelou a necessidade de inclusão de profissionais de outras áreas, o que incluiu, além do setor financeiro da empresa, os setores jurídico, de planejamento florestal, de silvicultura e sócio ambiental. Os principais pontos discutidos e analisados estão apresentados a seguir.

Variáveis e compreensão de risco

Para a identificação das variáveis de risco que exercem influência sobre a companhia foram entrevistadas pessoas de todos os setores pesquisados, já que cada área poderia ter uma percepção distinta do risco, em conveniência com as variáveis relevantes ao seu departamento. Uma vez confirmada essa variabilidade de percepções as mesmas seriam importantes para contextualizar o risco da empresa e do negócio. E caso houvesse convergência de respostas, isso também seria relevante para demonstrar que existe percepção integrada do risco entre os diversos setores da empresa, o que poderia levar a práticas convergentes de avaliação e controle.

Os responsáveis pelo setor financeiro apresentam uma compreensão de risco que sintetiza a percepção dos entrevistados, ao entender o risco como sendo acontecimentos ou situações que podem trazer perigo ou prejuízo para a empresa. Partindo dessa concepção, foram listados pelos diversos setores investigados na pesquisa os seguintes grupos de risco, que merecem atenção da companhia: financeiro; cambial; social; de imagem; ambiental; florestal e industrial. Essas categorias de risco apontadas por todos os setores, com pouquíssimas variações, confirmam que existe uma percepção convergente de risco dos diversos setores da empresa.

As variáveis de risco identificadas influenciam mais ou menos determinados setores da empresa, em conformidade com sua atuação. O risco social e político tende a influenciar as ações mais diretas da área de responsabilidade social do que, diretamente, a área industrial, por exemplo. Essa última tende a sofrer mais com o risco produtivo e ambiental, que suas práticas cotidianas estão mais correlacionadas com esse conjunto de elementos. As variáveis cambiais, de taxas de juros, de custo de capital, de preço de insumos e de produtos, por exemplo, afetam mais diretamente o setor financeiro. Essa tentativa preliminar de categorizar e relacionar as variáveis de risco com os setores da empresa será justificada com a compreensão das discussões apresentadas nas seções e parágrafos seguintes.

Sobre o risco financeiro, por exemplo, o setor de finanças destacou a existência de uma área de seguros da companhia responsável pelo risco patrimonial. Os entrevistados disseram ainda que o risco financeiro é o mais mensurável, já que as decisões de financiamento, por exemplo, apresentam um cenário de opções típico, com linhas de crédito e exigências conhecidas. As decisões de financiamentos se sustentam na escolha entre o uso de recursos próprios ou de terceiros e a captação desses recursos, contexto que sofre poucas oscilações, segundo ela.

Apontou ainda para um problema que a companhia não enfrenta e que é comum em outras empresas: inadimplência e problemas relacionados com cobranças. A empresa tem excelentes contas a receber, destacou, lembrando que a Veracel vende toda a sua produção para os acionistas, evitando possíveis problemas com recebíveis. De fato, esse seria um ponto que poderia influenciar as decisões de investimento, caso a inadimplência fosse uma variável relevante, já que essa é uma das questões que mais preocupam as empresas (HERZOG, 2006a).

O risco cambial foi destacado como mais relevante, confirmando o que empresas exportadoras já consideravam (FOLHA ONLINE, 2005b). Segundo informações do setor financeiro, o valor do câmbio é uma variável que a empresa não pode controlar e que influencia os preços praticados pela empresa. Por outro lado, foi destacado pelos entrevistados que a empresa tem uma proteção natural, uma vez que tem passivos em dólares, mas seus recebíveis também estão em mesma moeda. Isso suplanta boa parte do risco cambial, diz ela.

Apesar do risco quanto aos preços futuros da celulose, os entrevistados reconhecem que esse é um problema que impacta mais aos acionistas do que à Veracel diretamente, uma vez que são os acionistas que efetivamente disputam por preços

no mercado internacional e se sujeitam aos ditames da competição por melhores valores. A Veracel recebe um preço estabelecido pelos acionistas, que define aumentos e reduções, tendo como baliza, além dos preços internacionais, a legislação referente ao preço de transferência.

A respeito do risco social, os entrevistados o entendem como mais significativo por conta de questões políticas. A empresa tem programas sociais em parcerias com municípios de sua área de atuação, tendo na educação, saúde e saneamento os seus principais pilares de atuação (VERACEL, 2006b). Além disso, segundo os entrevistados, a companhia tem compromissos exigidos pelas obrigações sociais estabelecidas nos contratos de financiamentos com os agentes financiadores nacionais e internacionais e ainda pelos critérios de certificação a que a empresa está sujeita. Por exemplo, segundo informações do setor jurídico, a empresa, em seu contrato de financiamento com o BNDES, comprometeu-se com investimentos em programas sociais que superaram os 20 milhões de reais (recursos financiados pelo banco) nos nove municípios de atuação da empresa. Esses dados são confirmados por relatório publicado pela companhia (VERACEL, 2006b).

A empresa reconhece a importância das variáveis ambientais para o planejamento e processo decisório, mas diz seguir à risca as demandas legais emanadas das leis nacionais, bem como dos acordos firmados com os agentes financiadores, e ainda com os organismos de certificação florestal e de qualidade aos quais a empresa está relacionada. O setor jurídico destacou que se a empresa fosse irresponsável ambiental ou socialmente isso refletiria diretamente nas atividades e demandas do setor jurídico. Os entrevistados afirmam que as ações trabalhistas ou ambientais que a Veracel precisa responder são bem menores do que de outras empresas do segmento de celulose, atendidas até mesmo pelo escritório que representa a empresa. Boa parte dos litígios ocorre por problemas com participantes do Programa Produtor Florestal, o que gera multas junto ao IBAMA ou outros órgãos ambientais (VERACEL, 2006a, p.29).

O risco florestal tem variáveis ligadas às questões climáticas, de qualidade dos clones, de produtividade, de logística de transporte de madeira e posteriormente de celulose e de disponibilidade de áreas para o plantio, conforme informações dos entrevistados. Dessas variáveis, as climáticas são as que mais preocupam a empresa. Um técnico florestal entrevistado disse que muitas vezes o excesso de chuvas pode modificar o plano de colheita, exigindo o remanejamento das áreas

aptas ao corte para evitar perda de tempo e mesmo comprometer o suprimento de madeira para a fábrica, que não pode parar. A falta de chuvas pode comprometer o crescimento das árvores e conseqüente produção das mesmas, conforme informações do setor florestal. A escassez de chuvas não chega a ser problema, uma vez que a região tem características climáticas extremamente favoráveis (LAHÓZ; CAETANO, 2003).

Em relação ao risco no ambiente social, uma das preocupações para a empresa consiste no fato do produtor eliminar o plantio de outras culturas, monopolizando a terra com a produção do eucalipto. Segundo o setor florestal, uma das exigências para o produtor é que ele mantenha o cultivo de outras culturas e a Veracel faz avaliação técnica da área para definir as áreas da propriedade que receberão o plantio de eucalipto. Segundo Andrade (2006, p.02) o programa de plantio do eucalipto é feito com a diversificação de outras atividades, como pecuária de corte e de leite, cultivos de lavouras de café, urucum, banana, flores, horticultura, mamão, cacau, dentre outras. As vantagens dessa parceria vão além dos potenciais benefícios ambientais. A empresa garante a manutenção da estrutura fundiária da região, evitando a concentração de grandes áreas de terras em seu próprio nome ou mesmo de terceiros, o que poderia formar grandes bolsões de latifúndio.

A empresa busca manter uma proporção de área de preservação superior ao que a legislação preconiza, conforme informações do setor florestal. Encontra-se no entorno das florestas de eucalipto mantidas pela empresa várias unidades de conservação, como a Estação Ecológica e o Parque Nacional do Pau Brasil, do Monte Pascoal e do Descobrimento, que, apesar de não serem de responsabilidade da companhia, exigem dela cuidados de preservação das regiões próximas. Informações colhidas do setor florestal dão conta de que a empresa além de respeitar essas áreas, busca recuperar matas ciliares e nascentes. A companhia mantém ainda uma área de preservação própria.

É interessante notar que essa classificação das variáveis de risco apresentada traz poucos elementos de risco interno. Quando questionados sobre as variáveis de risco internas que podem impactar a empresa, foi percebida que uma das preocupações é a adaptação de pessoas da empresa à região, principalmente daquelas ligadas a cargos mais estratégicos, que foram trazidas de grandes centros urbanos e a possibilidade de perda dessas pessoas para outras companhias que estejam, pois, em centros urbanos maiores. Isso a empresa busca suplantar com incentivos

salariais diretos e indiretos, bem como a busca por um ambiente de trabalho cada dia melhor, segundo os entrevistados.

Outra preocupação interna se deve à busca permanente para que os empregados sigam as normas da empresa, em termos de cumprimento das regras legais e zelem e se comprometam com as boas práticas. Coisa que, segundo o setor financeiro, ocorre plenamente. Mas a empresa é vigilante, em termos de divulgar e controlar a perpetuação de tais práticas, conforme consta de documentos publicados anualmente (VERACEL, 2006a).

Ficou evidente que a empresa, tendo dois grupos de risco distintos, conforme destacados por Gitman (2001) e Ross, Westerfield e Jordan (2002). O risco interno, ou não-sistemático, relacionado aos processos florestal, industrial e relacionados à sua equipe a empresa é extremamente criteriosa e busca acompanhar e controlar ao máximo.

Em relação ao risco externo ou sistemático, a empresa busca identificar e mitigar através de relacionamento com os agentes governamentais, da sociedade civil organizada ou com outros atores envolvidos direta ou indiretamente no contexto, como índios e ONGs, por exemplo. Todas essas variáveis são consideradas e envolvem o ambiente analítico de decisão para escolhas de investimentos.

Identificação, análise e controle do risco.

O conjunto de questões ligadas à identificação, análise e controle de risco naturalmente está ligado às respostas apontadas na seção anterior. Os entrevistados demonstraram que a empresa tem processos de mensuração e controle de risco que visam minimizar os efeitos de acontecimentos pós-decisórios.

Segundo entrevistados do setor financeiro, a empresa é considerada “conservadora” quando se trata de se arriscar. A empresa segue as premissas ditadas em lei e as normas internas, principalmente no que se refere ao risco ambiental, que é o mais explícito a que a empresa está sujeita. Essas variáveis estão na base das estratégias da companhia, definidas pelos acionistas. A estratégia se desdobra em objetivos, que são desmembrados em metas e indicadores.

O setor florestal destaca que as principais variáveis de risco são consideradas no planejamento e a empresa evita, por exemplo, quando se trata de aquisição de terras, adquirir áreas que não se enquadrem nos padrões estabelecidos pela companhia. Isso combina com as respostas do setor financeiro, ao afirmar que

existem riscos que a empresa elimina na origem, simplesmente evitando realizar o investimento ou tomar determinadas decisões.

A identificação das variáveis de risco ocorre em todos os setores da empresa, em conformidade com suas atribuições. Por exemplo, a diretoria industrial identifica e busca instrumentos de controle e minimização do risco ligado a atividade industrial; a diretoria florestal, idem para as atividades sob sua responsabilidade; a diretoria financeira e logística identifica as variáveis relevantes às suas decisões e atividades e procede de modo semelhante. Ou seja, segundo os entrevistados não existe um centro de risco, mas em todos os setores existe a preocupação com as variáveis que preponderam suas decisões.

Essa descentralização se integra em reuniões colegiadas, em que participam os diretores das diversas áreas com o presidente para avaliar as ações realizadas e projetar as atuações futuras. Segundo informações do setor financeiro, essa diretoria colegiada se reúne trimestralmente, em que participa também a diretoria geral de sustentabilidade. Representantes diretos dos acionistas participam dessas reuniões. Existem também reuniões do conselho de administração, que discute questões ligadas a risco e sustentabilidade. Problemas de ordem superior são discutidos e solucionados no âmbito do conselho.

As variáveis de risco são analisadas considerando o seu impacto em relação ao comprometimento da sustentabilidade da empresa e do negócio. Os pilares social, ambiental e econômico, a propósito, são os grandes elementos de sustentação das ações da empresa, segundo os entrevistados e documentos (VERACEL, 2006b). Sustentabilidade que é entendida pelo setor jurídico como sendo a permanente busca por evitar exaurir os recursos naturais de que depende a atividade, evitando assim prejuízo financeiro. Respeitar o meio ambiente natural e social é um dos modos de garantir a sobrevivência, destaca.

As variáveis que se relacionam com essa manutenção da sustentabilidade são condensadas e consideradas no planejamento da empresa. A empresa tem um sistema informatizado onde são alimentadas as variáveis de risco e oportunidades. No entanto, a maior parte das variáveis consideradas são aquelas de ordem financeira, como preço, taxa de juros, custo de capital; e as de ordem florestal, como disponibilidade de terras, qualidade da celulose, quantidade de chuvas e produção de árvores de eucalipto, conforme informações dos entrevistados.

A empresa considera cenários em que se expressam comportamentos diversos das variáveis apontadas. Os cenários simulados são: otimista, realista e pessimista, conforme informações dos entrevistados. Esses cenários são realizados pelos setores industrial, florestal e financeiro. O uso de cenários mostra que a empresa segue preceitos coerentes para o controle e administração de risco, conforme ponderações de Securato (1993) e Bodie; Kane e Marcus (2000).

Avaliação e escolha dos investimentos.

Uma vez reconhecidos o ambiente de risco que cerca a atividade florestal intensiva de eucalipto e processo industrial de celulose, foi estudado o processo de avaliação e escolha dos investimentos. Conforme informações do setor financeiro, a empresa tem dois grupos de investimento bem segmentados. Um, que se refere às alocações de recursos correntes ou necessários à manutenção das operações. Outro, que diz respeito a investimentos de maior magnitude ou tidos como de longo prazo.

Para o primeiro grupo, a empresa conta com dotação orçamentária para cada setor da empresa, tendo as diretorias das grandes áreas como responsáveis pelas demandas, alocações e controles, em conveniência com os objetivos estratégicos da companhia e em conformidade com o planejamento orçamentário feito para todo o ano, tipicamente no último trimestre do ano anterior.

Essa programação orçamentária é feita por um colegiado interno da empresa, após a reunião das demandas setoriais, e submetida aos acionistas por meio do Conselho de Administração, que sugere os ajustes necessários e aprova o orçamento. Ao longo do exercício, as diretorias têm um limite de realização de investimentos, definida com base nessa alçada orçamentária. Quando esse limite é superado, a proposta de investimento segue para apreciação do Conselho de Administração que decide por sua aprovação. Esse processo se refere a investimentos considerados correntes ou para a sustentação das operações.

Quando se trata de investimento de maior magnitude, como os que dizem respeito a aumento da capacidade produtiva florestal ou industrial e investimento de maior custo em estrutura logística, a empresa realiza levantamento das variáveis de impacto ambiental, social e econômico-financeira e projeta cenários de resultados. Nos cenários são apresentados comportamentos diversos dessas variáveis, simulando cenários otimista, realista ou moderado e pessimista. No entanto, conforme informações dos setores financeiro e florestal, quando determinados requisitos prévios de eliminação de risco ambiental ou social estabelecidos pelas

diretrizes da empresa não são atingidos, automaticamente se desiste da decisão de investimento. “Se existe chance visível de problemas, o projeto não é realizado”, destacou um dos entrevistados. Por exemplo, terras com áreas desmatadas após o período estabelecido por lei, que estejam dentro de áreas de proteção ambiental ou a menos de 5 km de comunidades indígenas.

A integração entre os diversos setores da empresa para definir essas variáveis se dá a partir das reuniões de um colegiado interno formado pelas diretorias florestal, industrial, administrativo-financeira, a gerência geral de sustentabilidade e o presidente da empresa. De acordo com o setor financeiro, quando da decisão de investimento além desse colegiado, reúne-se para avaliar o projeto um grupo de apoio, formado por dois membros diretos de cada acionista e ainda o presidente e o diretor financeiro da Veracel. Se o investimento supera a alçada dessa comissão, o projeto segue para o Conselho de Administração e é decidido pelos acionistas.

Para a avaliação desses investimentos é feita projeção de fluxo de caixa, custo de capital, cenários com análise de sensibilidade, simulação com uso de capital próprio e de terceiros. Apesar das variáveis de risco ambiental e social, segundo os entrevistados, conforme descritos anteriormente, por serem “eliminadas na origem”, pesam menos que as variáveis financeiras e produtivas nas análises de cenário e sensibilidade. Assim, custo do capital, variações de taxas de juros, câmbio, preço da terra e produtividade, por exemplo, são elementos mais relevantes nesse processo, influenciando na taxa de desconto ou de atratividade dos investimentos e consequentemente na expectativa de retorno dos acionistas.

A escolha final dos investimentos se dá com base em sua coerência dos objetivos estratégicos e o planejamento da companhia. Por sua compatibilidade com as premissas de sustentabilidade e responsabilidade social da empresa. E, naturalmente, pela superação das taxas mínimas de retorno esperadas pelos acionistas, em conformidade com as análises de cenários e sensibilidade.

Ficou clara a referência das estratégias empresariais nas escolhas dos investimentos. O que combina com as premissas teóricas apontadas por Almeida (2003), que lembra que as ações da empresa têm que estar conectadas com suas estratégias.

A ponderação entre elementos como custo de capital, taxas de juros, risco cambial, variações de produtividade e custo operacional, é bastante relevante no processo de avaliação de investimentos e estimativa de retorno. O comportamento definido como

conservador para a exposição ao risco, não exime a empresa dos riscos sistemáticos, conforme as variáveis de mercado descritas por Hoji (2004).

Se os valores do investimento forem menores, entram no “pacote” do orçamento operacional, conforme informações dos entrevistados, destacadas anteriormente. Os projetos maiores são submetidos às técnicas citadas e têm simulações de fluxo de caixa, resultados e balanço patrimonial para apreciação dos acionistas, que decidem pelos investimentos.

A empresa enfrenta um bom momento para investimentos de longo prazo. Tem conseguido, segundo os entrevistados, atingir seus objetivos centrais, que é a produção de celulose de qualidade superior ao menor custo. Além de ter atingido o ponto de produção estimada de 900 mil toneladas por ano para a unidade industrial. Superou a média diária de produção estimada em 2,5 mil toneladas dia. A empresa tem obtido produções em torno de 2,8 a 3 mil toneladas dia. A produção florestal atende aos requisitos ambientais, motivo que justifica a renovação da certificação ISO 14001, a de manejo de florestas do Programa Brasileiro de Certificação Florestal (NBR 14789 Cerflor) (VERACEL, 2006a, p.12). Em 2006, conforme informações dos entrevistados e documentos da empresa (VERACEL, 2006a; STORA ENSO, 2005a), a empresa pretende obter a certificação pela norma FSC (Forest Stewardship Council), referência mundial em manejo florestal sustentável e ISO 9001, referentes aos processos industriais.

Ou seja, ao que tudo indica a empresa tem caminhado para a expansão e assegurar o retorno de seus investimentos realizados. Possivelmente por conta disso e da favorável conjuntura para a atividade de papel e celulose, conforme Perez e Resende (2005) e Dianni (2006), a empresa já pensa em expandir a atual unidade industrial ou mesmo construir outra planta. A Stora Enzo, um dos acionistas da Veracel, por exemplo, já fez outras incursões no país e na América do Sul (FOLHA ONLINE, 2006c) e já divulga a intenção de iniciar uma nova unidade fabril da Veracel (STORA ENSO, 2005b).

Para os entrevistados é fundamental superar impasses de ordem política e estreitar ainda mais os laços com os diversos *stakeholders*, em especial os governos municipais, como os de Eunápolis, Porto Seguro e Belmonte e o governo estadual. Interagir ainda mais com as sociedades civis organizadas, com ONGs e órgãos ambientais. Divulgar os projetos da empresa e sua responsabilidade com o

desenvolvimento social das comunidades e demonstrar a preocupação com os impactos sócio-ambientais dos quais a empresa é acusada.

Assim, a empresa se vale de critérios de avaliação de investimentos que seguem os preceitos teóricos apontados em estudos de finanças (DAMODARAN, 1997; BODIE, KANE; MARCUS, 2000; GITMAN, 2001; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002), utiliza cenários, processo também consagrado em finanças (SECURATO, 1993; BODIE; KANE; MARCUS, 2000; HOJI, 2004) e por outro lado não está livre das variáveis de risco que cercam as empresas (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2001; LEMES JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2001; GITMAN, 2001; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002), em especial as que cercam o ambiente das empresas de celulose, como as ambientais (ANDRADE, 2000; SANTOS; SILVA, 2004) e de relações com ONGs, por exemplo (SEIBEL; GIANINI, 2006).

Considerando as práticas e propostas para o desenvolvimento sustentável propostos pela empresa (VERACEL, 2006a), e seus projetos de expansão industrial previstos (STORA ENSO, 2005b), a empresa estará seguindo uma trajetória que tende a suplantando as variáveis de risco e elevar os resultados operacionais de sua planta industrial e do manejo de florestas.

6. Considerações finais

A busca por certificação de qualidade de produção florestal e industrial tem sido a marca das grandes empresas do setor de celulose, para elevar o potencial de competitividade, atendimento a requisitos internacionais de países e consumidores, e como forma de mitigar os problemas que poderiam emanar de um processo irresponsável ou sem controles. Por conta disso, a busca por estratégias que garantam a sustentabilidade tem sido a referência das grandes companhias.

Esse é o caso da Veracel Celulose S/A, companhia que foi estudada neste trabalho. A empresa demonstra que o respeito à legislação tem sido a regra de suas decisões. Evitar problemas de embate com órgãos ambientais e comunidades indígenas e de agricultores sem-terra também tem sido uma constante na empresa. O controle de efluentes e emissões gasosas provocadas pela indústria recém-inaugurada faz parte do conjunto de ações da companhia.

O processo de avaliação de investimentos por parte da empresa leva em consideração tais variáveis. O uso da técnica de cenários, que consideram a produção florestal, industrial, elementos internos e externos da empresa, que formam o ambiente de risco, é uma forma de simular possíveis situações com as

quais a empresa poderia se deparar e que mereceriam ações corretivas. A utilização de métodos de avaliação de investimentos é uma forma de validar as expectativas de retorno e de demonstrar a viabilidade e coerência de determinadas escolhas.

Ficou evidenciado com o estudo que a empresa utiliza as mais conhecidas técnicas de avaliação de investimento. O uso desses métodos, aliados às simulações de cenários dão a devida atenção a um processo complexo como as decisões de investimentos de longo prazo de uma companhia que decide para um horizonte de pelo menos vinte anos.

A integração entre os setores da empresa torna o processo de investigação das variáveis de risco mais legítimo, permitindo a participação de todas as áreas na busca por mitigá-las. Apesar disso, nota-se que a empresa está sujeita ao padecimento das variáveis comportamentais, conforme as mais recentes pesquisas sobre finanças e racionalidade limitada, revisadas neste trabalho. A admissão da possível influência das variáveis comportamentais e mesmo emocionais no processo analítico decisório, deixa claro que nem sempre as mais modernas técnicas de avaliação de investimento podem, com a combinação de cenários, solucionar os dilemas que cercam o processo de decisão.

De fato, o presente estudo não foi capaz de aprofundar nessas questões e promover uma resposta mais efetiva quanto a real influência das variáveis comportamentais e de racionalidade limitada no processo decisório da companhia estudada, sendo, pois, motivo de possíveis trabalhos futuros. A limitação da pesquisa quanto a seus métodos não foi capaz de enveredar em maior profundidade nas questões cognitivas. Porém, a percepção de que essas variáveis de fato podem influenciar o contexto decisório das finanças de uma grande companhia pode ser considerado um grande passo para investigar e melhor compreender tais questões.

Assim sendo, fica a recomendação para estudos futuros das questões cognitivas em maior profundidade, bem como um estudo que demonstre os impactos sociais sob a visão dos *stakeholders* externos para se saber se a conduta de uma indústria de celulose, no contexto atual legislativo, de exigência ambiental e de busca por maior transparência e sustentabilidade, realmente contribuem para o desenvolvimento de pequenos municípios e da melhoria da qualidade de vida dos agricultores e cidadãos das cidades envolvidas, conforme as próprias empresas acreditam e alardeiam.

Referências

ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. *Manual de planejamento estratégico: desenvolvimento de um plano estratégico com a utilização de planilhas Excel*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ANDERSSON, Mans; BARTHOLDSON, Orjan. *Swedish pulp in Brazil: the case of Veracel*. Stockholm: 2004.

ANDRADE, José Célio de. *Conflito, cooperação e convenções: A dimensão político-institucional das estratégias sócio-ambientais da Aracruz Celulose (1990-1998)* 2000. 420 f. Tese (Doutorado em Administração), Escola de Administração da Universidade Federal da Bahia, Núcleo de pós-graduação em Administração Salvador, 2000. Orientador: Rogério Hermida Quintella.

ANDRADE, Tadeu Mussi de. Diversificação na produção agrícola: uma estratégia de manutenção para as propriedades rurais. In: *Produtor florestal*. Aracruz: 2006. Ano II, n.11, ago.2006.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

A TARDE. *Veracel vai mudar a economia do extremo sul*. Salvador: 19.10.1999, p. 07.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan j. *Fundamentos de Investimentos*. 3ª. ed. – Porto Alegre: Bookman Ed., 2000. ISBN 85-7307-540-6. 632 p.

BROWN, John Seely. A cultura do risco. *HSM Management*. São Paulo, v. 49, mar-abr/2005.

BRUNI, Adriano Leal. FAMÁ, Rubens. *As decisões de investimento: com aplicações na HP 12C e Excel*. São Paulo: Atlas, 2003.

CARRERE, Ricardo; LOHMANN, Larry. *El papel del Sur: plantaciones florestales en la estrategia papelera internacional*. Uruguay (?) 2005(?).

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. 1ª.ed.– Rio Janeiro: Qualitymark Ed., 1997. 630p.

DIANNI, Cláudia. *China aquece indústria de base no Brasil*. In: Folha Online, Brasília, 2006. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u110895.shtml>> Acesso em: 15.set.2006.

FOLHA ONLINE. *Lula inaugura hoje fábrica de celulose de US\$ 1,2 bi na Bahia*. São Paulo: 2005a. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u100840.shtml>> Acesso em 15.set.2006.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira - Essencial*. 2. ed. São Paulo: Bookman, 2001.

_____. *Princípios de administração financeira*. 10. ed. Tradução técnica: Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GROPPELLI, A. A. NIKBAKHT, Ehsar. *Administração financeira*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2001. 535 p.

HELFERT, Erich A. *Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir o desempenho dos negócios*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. 411p.

HERZOG, Ana Luiza. Riscos: sua empresa jamais esteve tão ameaçada. *EXAME*. São Paulo: Abril, v. 867, ano 40, n. 09, p. 84-86. 10.maio.2006a.

_____. A VCP pede licença para operar. *EXAME*. São Paulo: Abril, v. 868, ano 40, n. 10, p. 92-94. 24.maio.2006b.

HOJI, Masakazu. *Administração financeira: uma abordagem prática*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

HUMMEL, Paulo Roberto Vampré; TASCHNER, Mauro Roberto Black. *Análise e decisão sobre investimentos: engenharia econômica: teoria e prática*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 1995. 218 p.

JOHNSON, Robert W. *Administração financeira*. 1 v. São Paulo: Pioneira, 1976.

LAHÓZ, André; CAETANO, José Roberto. Como voltar a crescer. *EXAME*. São Paulo: Abril, v. 799, ano 37, n. 17, p. 44-54. 20.ago.2003.

LEMES JUNIOR, Antônio B.; RIGO, Cláudio Miessa. CHEROBIM, Ana Paula; *Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras*. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2002. 698 p.

MACHADO, José Roberto. *Administração de Finanças Empresariais*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 244 p.

PEREZ, Luís Henrique; RESENDE, José Venâncio de. Evolução das exportações de celulose, 1996 a 2004. *Informações Econômicas*. São Paulo, v.35, n. 6, jun.2005.

ROSS, Stephen A. WESTERFIELD, Randolph W. JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira: Corporate Finance*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.

ROSS, Stephen A. WESTERFIELD, Randolph W. JORDAN, Bradford D. *Princípios de administração financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 523 p.

SANTOS, Claudia Santana; SILVA, José Luís Caetano da. *Os impactos do plantio de eucalipto e da produção de celulose em comunidades tradicionais no extremo sul baiano*. 2004. Disponível em <http://www.anppas.org.br/encontro/segundo/Papers/GT/GT17/gt17_jose_caetano.pdf> Acesso em 22.maio.2006.

SECURATO, José Roberto. *Decisões financeiras em condições de risco*. São Paulo: Atlas, 1993.

SEIBEL, Felipe; GIANINI, Tatiana. ONGs: os novos inimigos do capitalismo. In: SIQUEIRA, Rogério Bassalo de. Diversificação de Ativos na Redução do Risco de Portfólios. In: Encontro Nacional da ANPAD 2005. Brasília. *Anais...* Brasília. 1 CD-ROM.

STORA ENSO. *Stora Enso's Oulu Mill receives first shipment of Veracel pulp*. Finland: 2005a. Disponível em <http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,,1_EN-6431-14110-,00.html> Acesso em: 28.set.2006.

_____. *Stora Enso is exploring the possibility of building a new fibre line at Veracel*. Finland: 2005b. Disponível em <http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,,1_6479-14271-en,00.html> Acesso em: 28.set.2006.

VERACEL. *Relatório anual de sustentabilidade 2005*. Veracel Celulose S/A, 2006a.

_____. *Relatório de investimentos sociais 2004-2006*. Veracel Celulose S/A, 2006b.