

**Brasilprev  
Pequena Empresa.  
Bom para a sua  
Empresa e melhor  
ainda para você.**

Central de Atendimento BB  
Capitais e Regiões Metropolitanas 4004 0001  
Demais Localidades 0800 729 0001

bb.com.br/mpe

O Banco do Brasil tem o plano de previdência sob medida para sua Empresa e para você: **Brasilprev Pequena Empresa**. Um plano flexível, fácil de contratar e quanto maior for o número de participantes e o valor da contribuição, melhores são as condições. Dirija-se até uma agência do BB e fale com o seu gerente.

O tempo  
todo com  
você



COLEÇÃO **GESTÃO EMPRESARIAL**

**ISTO É** edições

COLEÇÃO

# GESTÃO EMPRESARIAL

Eficiência e Sucesso para seus Negócios

8  
TRÊS



## Como cuidar de seu dinheiro

O Lucro não Vem por Acaso

Patrocínio



4



Quando você tem conta no Banco do Brasil, percebe que tem o parceiro para gerenciar sua micro ou pequena Empresa. Porque a gente pensa no seu negócio como se fosse o nosso próprio. No Banco do Brasil, você encontra uma linha completa de serviços bancários, gerenciador financeiro, investimentos e muitas outras soluções para sua Empresa crescer e se destacar no mercado em que atua. **Afinal, contar com o banco que tem mais de 1,4 milhão de micro e pequenas empresas como clientes é ter a certeza de fazer o melhor negócio.**



bb.com.br/impe

Central de Atendimento BB  
Capitais e Regiões Metropolitanas 4004 0001  
Demais Localidades 0800 729 0001

O tempo  
todo com  
**VOCÊ**



a.



COLEÇÃO

# GESTÃO EMPRESARIAL

Eficiência e Sucesso para seus Negócios

**Como cuidar de seu dinheiro**

O Lucro não Vem por Acaso



# SUMÁRIO

Apresentação ..... 5

## Capítulo 1

Visão geral de finanças ..... 6

## Capítulo 2

Grandes decisões financeiras ..... 16

## Capítulo 3

Orçamento: plano e controle ..... 28

## Capítulo 4

Fluxo de caixa ..... 42

## Capítulo 5

Risco e retorno ..... 58

## Capítulo 6

Avaliação de empresas ..... 78

## Capítulo 7

O caixa é rei ..... 92

Sobre o autor ..... 94

Referências ..... 95

## Coleção Gestão Empresarial

Como motivar sua equipe	Publicado
Como garantir a eficiência	Publicado
Como deixar as contas em dia	Publicado
Como cuidar de seu dinheiro	Publicado
Como gerenciar pessoas	Próximo
Como vender seu peixe	A publicar
Como planejar o próximo passo	A publicar
Como entender o mercado	A publicar
Como usar a matemática financeira	A publicar
Como ser um empreendedor de sucesso	A publicar



**Faça já o seu pedido:**  
**(11) 3618-4112**

ou acesse:

**www.**  
**shopping3.**  
com.br

# APRESENTAÇÃO

Quem tem negócio próprio sabe como é preciso, por vezes, fazer muitas contas, tirar daqui, pôr ali, tudo para fechar o mês no azul.

Planejamento orçamentário, investimento, controle do fluxo de caixa, avaliação de riscos e retornos, esses temas compõem um leque fundamental para a saúde de sua empresa.

**Como cuidar de seu dinheiro – O Lucro não Vem por Acaso** é uma lição de como transformar seu empreendimento num negócio, de fato, lucrativo.

Tudo de uma forma clara, com uma linguagem simples e, ao mesmo tempo, envolvente.

A **Coleção Gestão Empresarial** foi especialmente desenvolvida para auxiliá-lo a aprimorar a gestão de seus negócios. Elaborados e supervisionados por especialistas, os livros visam proporcionar conhecimento em Finanças, Contabilidade, Marketing, Recursos Humanos, Planejamento Estratégico e em muitos outros temas fundamentais para a administração eficaz do negócio próprio.

# 1 VISÃO GERAL DE FINANÇAS

Como a área de finanças pode auxiliar minha empresa a gerar mais lucro? Quais ferramentas existem para realizar a análise de rentabilidade?

O conceito fundamental de finanças – ou da administração financeira – baseia-se no processo de análise e gestão do dia-a-dia empresarial e de seu destino de longo prazo do ponto de vista puramente econômico ou monetário.

É uma ferramenta para que o administrador ou empresário possa interpretar suas decisões operacionais e de investimento de forma a criar cada vez mais valor para seu negócio como um todo. Ou seja, o objetivo central é fornecer à empresa uma perspectiva financeira de modo a gerar valor para seu dono ou acionista.

Na interpretação financeira, a empresa precisa realizar investimentos em estoques, máquinas,



terrenos e mão-de-obra. O dinheiro investido nesses bens diretos – chamados de ativos – deve ser correspondido por uma quantia idêntica de dinheiro proporcionada pelo financiamento, seja de seu proprietário ou de terceiros.

Quando começar a vender, a empresa em questão irá gerar uma quantia maior de dinheiro. Essa é a base da criação de valor. Dessa forma, cumpre-se a finalidade da empresa de criar valor para seu acionista ou proprietário.



### Fluxo de caixa

Com base no fluxo operacional, a empresa realiza sua função essencial de produzir e vender produtos e serviços. Necessita, desse modo, de recursos que, por sua vez, têm de ser pagos em dinheiro ou apresentam seu valor respectivo em moeda corrente.

O recebimento de dinheiro pela venda desses produtos e serviços é a contrapartida do valor agregado à sociedade, reconhecido pelos clientes da empresa.

A diferença entre os valores pagos pelos recursos utilizados e os valores recebidos pela venda dos produtos e serviços resulta na geração operacional de caixa proporcionada pelo lucro gerado na venda desses produtos e serviços.

O fluxo de caixa da empresa nada mais é que a tradução financeira dessa movimentação básica de recursos que, acoplado às movimentações financeiras de investimento e entradas de capital, formam o fluxo financeiro geral do empreendimento.

Assim, o fluxo financeiro ou de caixa pode ser definido como o conjunto de movimentações financeiras decorrente do pagamento e recebimento dos eventos econômicos, das operações da empresa e das atividades de captação de recursos e investimentos de capital.

### Criação de valor

Do ponto de vista financeiro, a empresa se torna real com a decisão de investimento de seu empreendedor, acionista ou proprietário, que reunirá uma quantidade de recursos próprios – ou com a ajuda de terceiros – para viabilizar o empreendimento.

Apesar do plano de criação de um empreendimento ou negócio ter elencado à sua existência uma série de componentes – atendimento de um conjunto de funções sociais, mercadológicas e até de própria realização pessoal para o empreendedor –, o mundo das finanças irá restringir seu objetivo à criação de valor econômico para seu empreendedor.

O conceito de criação de valor está diretamente relacionado à própria sustentação e viabilidade do negócio. Afinal, a criação de valor é o resultado da venda do produto ou da prestação de serviço de forma a gerar uma quantidade de recursos financeiros capaz de:

- Pagar os custos operacionais.
- Pagar os empréstimos e respectivos juros.
- Remunerar o dono da empresa de modo que ele não encontre alternativa melhor em outros negócios para o uso de seu tempo e seu capital.

Se quaisquer dessas condições não são suportadas pela empresa, por mais nobre que seja sua função, não haverá sustentação econômica para mantê-la em operação.

**O empreendedor deve se ver como credor do próprio negócio, uma vez que se privou de seu capital.**

## Custo do capital

Para compreender o conceito de custo do capital, é preciso, inicialmente, entender o capital como uma mercadoria – ou seja, uma quantidade de recursos expressa em valores monetários reunidos por uma pessoa física ou jurídica. Desde um passado distante, o capital é transacionado entre as pessoas como meio de viabilizar os negócios.

Constituiu a essência do capitalismo, que, por sua vez, proporcionou a criação de empresas e conglomerados econômicos.

A essência do conceito do custo do capital reside na noção de que o capital – como qualquer mercadoria – tem determinado valor, expresso pelo resultado de uma negociação entre duas partes:

- Quem tem o capital disponível.
- Quem necessita do capital para determinado fim.

É a famosa quebra-de-braço entre a oferta e a demanda.

O indivíduo que detém o capital pode disponibilizá-lo para aquele que não o possui. Para isso, terá de se privar por não tê-lo mais a sua disposição. Assim, o proprietário do capital obviamente irá cobrar uma taxa por seu uso daquele que for utilizá-lo, como um aluguel. Essa taxa é exatamente o custo do capital.

Seu valor varia de acordo com dois fatores essenciais:

1. O tempo em que o capital for disponibilizado.
2. O risco do devedor perder o capital e não conseguir devolvê-lo.

### **Credor do próprio negócio**

No decorrer deste livro, vamos entender que o custo do capital se aplica não somente às operações de empréstimo, mas também ao investimento realizado por empreendedores nos próprios negócios.

Quando for apresentada a estrutura de capital das empresas, será possível analisar a fonte do capital



originada pelo dono do negócio – o empreendedor – como mais um provedor de capital para que o empreendimento se realize.

Assim, o empreendedor deve se ver como credor do próprio negócio, uma vez que se privou de seu capital para que o empreendimento se tornasse realidade.

O empreendimento ou negócio como entidade jurídica independente deve os recursos financeiros a seu proprietário em virtude do capital investido.

Deve, portanto, “repagar” o valor do investimento acrescido de uma quantia suficiente para remunerá-lo pelo tempo de privação – por não ter seu capital disponível – e pelo risco de perder seu dinheiro se o empreendimento der errado por qualquer motivo.

## Análise de rentabilidade

Os administradores financeiros desenvolveram uma série de ferramentas para avaliar o processo de criação de valor de uma empresa. Elas analisam o empreendimento por diversos ângulos, de modo a detectar os pontos fortes e fracos dos negócios, bem como as oportunidades e os riscos. Para isso, utilizam como base o balanço patrimonial contábil e as demonstrações de resultado. As principais ferramentas de análise de rentabilidade são:

- margem bruta;
- margem de contribuição;
- margem operacional;
- margem líquida;
- retorno dos ativos;
- retorno do patrimônio líquido.

## Margem bruta

Centro de criação de valor em um empreendimento é onde nasce a rentabilidade da empresa. É calculada por meio da divisão do lucro bruto da empresa (resultado

de sua receita ou faturamento menos seus custos de produção ou prestação de serviços) por sua receita (toda entrada de recursos da empresa originada pela venda de suas mercadorias ou pela prestação de serviços).

**Exemplo:** se o faturamento ou receita da empresa foi de 100 reais e, após o pagamento de seus custos de 70 reais, obteve um lucro bruto de 30 reais, sua margem bruta será de:

$$\text{Margem bruta} = \frac{\text{Lucro bruto}}{\text{Receita}}$$

$$\frac{\text{R\$ 30,00}}{\text{R\$ 100,00}} = \text{30\% de margem bruta}$$

A margem bruta é um dos índices fundamentais para a análise de geração de valor da empresa. Demonstra se há rentabilidade no ato da venda da mercadoria com o pagamento dos custos necessários para a própria viabilização do ciclo operacional de produção da empresa.

Esse índice realmente demonstra se o coração da empresa é rentável ou não. Se a margem bruta não for positiva, nenhum outro índice de rentabilidade da empresa será.

### Margem de contribuição

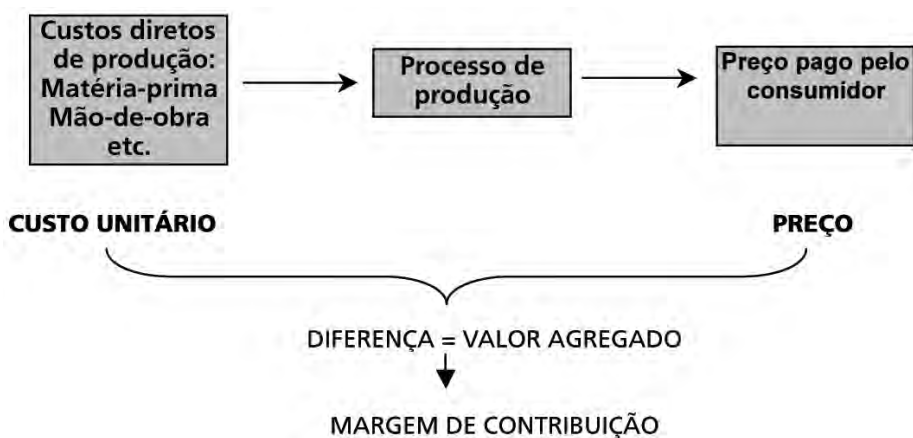
Responde à seguinte pergunta: como cada unidade vendida pode contribuir para a solidez da saúde financeira da empresa?

Apresenta um processo de análise um pouco mais profundo que o da margem bruta. Procura avaliar a criação de valor proporcionada por cada unidade de produto vendida pela empresa, comparando o preço unitário com o custo unitário de produção.

**Exemplo:** se determinada mercadoria tem preço de venda de 20 reais e custo unitário de 5 reais, a margem de contribuição será de 15 reais, que é exatamente seu valor agregado.

De uma forma mais ampla, a margem de contribuição demonstra quanto o consumidor está disposto a pagar a mais pelo produto do que ele realmente custa para ser feito ou comercializado.

Essa margem representa o que a empresa – como unidade de produção capaz de tornar o produto uma realidade – cria como valor agregado à sociedade e ao próprio negócio.



No exemplo anterior, o administrador financeiro pode ampliar sua análise: sabendo que cada produto vendido cria 15 reais de valor agregado à empresa, é possível calcular quantos produtos serão necessários vender para pagar o aluguel da fábrica, do escritório, o custo de propaganda e os salários, entre outras despesas, e ainda gerar lucro para o dono.

Mais tarde, veremos que o número exato de produtos a serem vendidos para pagar todos os custos e despesas indiretas representa o ponto de equilíbrio do negócio, no qual a empresa não apresenta lucro nem prejuízo. No ponto de equilíbrio um produto a mais pode colocar a empresa no azul, do mesmo modo que um produto a menos pode colocá-la no vermelho.

---

**O número exato de produtos a serem vendidos para pagar todos os custos e despesas indiretas representa o ponto de equilíbrio do negócio.**

---

## Margem operacional

Agora é a hora de analisarmos a eficiência administrativa e comercial da empresa. A margem operacional é um índice de rentabilidade voltado às decisões administrativas da empresa, uma vez que compara o lucro operacional (após o pagamento das despesas administrativas, comerciais e outras) com o faturamento – ou seja, a receita da empresa.

Baseada nesse índice, a empresa pode tomar decisões quanto à melhoria de sua produtividade administrativa e comercial, comparando sua performance com anos anteriores ou com o desempenho apresentado por empresas do mesmo setor econômico.

**Exemplo:** o faturamento ou a receita da empresa foi de 100 reais e, após o pagamento de seus custos de 70 reais, obteve lucro bruto de 30 reais. Supondo que as despesas operacionais (comerciais e administrativas) foram de 20 reais, o lucro operacional será de 10 reais.

A margem operacional será de:

$$\text{Margem operacional} = \frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Receita}}$$

$$\frac{\text{R\$ 10,00}}{\text{R\$ 100,00}} = \frac{10\% \text{ de margem operacional}}{100\%}$$

### Margem líquida

Depois de todo esse trabalho de análise de rentabilidade, resta saber quanto sobrou para os donos da empresa. O objetivo da margem líquida é a análise do resultado do negócio sobre a perspectiva de retorno ao acionista. Compara o lucro líquido da empresa – após o pagamento de todos os custos, despesas e impostos – com o faturamento. Ou seja, de toda a soma de recursos obtidos pela empresa com a venda de seus produtos ou a prestação de seus serviços, quanto efetivamente sobrou para o dono do negócio.

**Exemplo:** pelo exemplo anterior, o faturamento ou receita da empresa foi de 100 reais e, após o paga-



mento de seus custos de 70 reais, obteve lucro bruto de 30 reais. Adicionando suas despesas operacionais (comerciais e administrativas) de 20 reais, seu lucro operacional será de 10 reais. No entanto, se a empresa precisar pagar o Imposto de Renda de 3 reais sobre o lucro operacional, seu lucro líquido será de 7 reais. Assim, a margem líquida será de:

$$\text{Margem líquida} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Receita}}$$

$$\frac{\text{R\$ 7,00}}{\text{R\$ 100,00}} = \frac{7\% \text{ de margem líquida}}{100\%}$$

## Retorno dos ativos

Será que está valendo o esforço de todo esse investimento? A resposta está no retorno dos ativos.

O objetivo central desse índice – cuja sigla norte-americana é ROA (*Return on Assets*) – é auxiliar o administrador financeiro no processo de avaliação dos investimentos da empresa. Assim, ele pode tomar decisões em relação à criação de valor para a empresa – compra de outra fábrica, expansão da capacidade produtiva, pagamento de aluguel de nova máquina – e saber o retorno que essa decisão irá proporcionar de forma a sustentar suas necessidades de financiamento.

Desse modo, o cálculo do retorno dos ativos leva em consideração o cálculo do lucro operacional da empresa (proporcionado pela operação desses próprios ativos) sobre o investimento feito na aquisição dos mesmos.

Genericamente, os administradores financeiros calculam o retorno dos ativos pela seguinte fórmula:

$$\text{Retorno dos ativos} = \frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Ativos operacionais}}$$

Se o retorno apresentado por um ativo for inferior a seu custo de financiamento, ou mesmo inferior a outras alternativas de investimento apresentadas pelo mercado, o bom administrador financeiro deverá optar por não realizar o investimento.

## Retorno do patrimônio líquido

Até agora tudo bem... Mas há outra pergunta: será que o dinheiro investido pelo dono do negócio está rendendo mais do que outras alternativas de investimento?

O retorno do patrimônio líquido – cuja sigla norte-americana é ROE (*Return on Equity*) – é um dos índices mais importantes do processo de avaliação de rentabilidade de uma empresa. Ele resume o resultado dos demais índices de rentabilidade, concluindo a avaliação da rentabilidade do negócio do ponto de vista do dono do empreendimento, que, como



visto, é a função essencial da administração financeira.

O resultado do índice de retorno do patrimônio líquido será a remuneração proporcionada pelo lucro líquido da empresa a seu patrimônio líquido, que representa a soma de todos os recursos investidos pelo proprietário no empreendimento.

$$\text{Retorno do patrimônio líquido} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$$



### ***O que você viu no capítulo 1***

- ❶ > O conceito de finanças como ferramenta para gerar valor ao negócio.
- ❷ > A explicação de fluxo de caixa e sua relação com a criação de valor.
- ❸ > A definição e o cálculo do custo do capital.
- ❹ > As ferramentas essenciais para a análise de rentabilidade.

## 2 GRANDES DECISÕES FINANCEIRAS

O que fazer com o dinheiro que sobrou em caixa? Como escolher a melhor opção de investimento? Qual o momento de distribuir os dividendos?

Uma vez estabelecido o negócio, o empreendedor se depara com diversas situações que, por sua vez, exigem decisões que vão influir no futuro da empresa. Três delas dizem respeito a finanças:



### • **Decisão de investimento**

Sobrou dinheiro. E agora, o que fazer com ele?

### • **Decisão de financiamento**

Ok, temos uma ótima oportunidade de investimento, mas de onde vamos tirar os recursos necessários?

### • **Decisão de dividendos**

Está sobrando dinheiro no caixa. Vamos distribuir logo os dividendos e aproveitar umas boas férias?

### **Decisão de investimento**

Para o empreendedor, é um dos principais momentos do ciclo financeiro. A origem dos recursos pode ser da poupança pessoal dos donos do negócio, da sobra de dinheiro no caixa da empresa ou da utilização de meios obtidos de terceiros (empréstimos, financiamentos, adiantamentos, desconto de duplicatas, cheques etc.).

Os investimentos devem sempre ser analisados pela ótica da criação de

valor para o negócio como um todo. Ou seja, deve visar ao aumento da riqueza do empreendedor do negócio.

É de fundamental importância notar que a decisão de investimento ocorre em diversas instâncias da vida empresarial: das decisões mais corriqueiras (compra de estoques, investimentos em manutenção etc.) até aquelas de grande porte (abertura de uma filial, compra de uma empresa concorrente, investimento em um novo ramo de negócio etc.).

De forma genérica, qualquer decisão de investimento deverá levar em consideração quatro pontos básicos:

### **1. Lucro**

O lucro a ser gerado pelo investimento, obtido por meio de novas receitas ou pela pura e simples redução de gastos ou custos em virtude desse investimento.

### **2. Risco**

O risco do investimento e a possi-

bilidade de os recursos investidos serem perdidos pelas circunstâncias adversas que poderão aparecer.

### **3. Tempo**

O tempo de realização e a previsão de retorno do dinheiro investido.

### **4. Recursos**

Cálculo do custo do dinheiro a ser utilizado no investimento, seja ele proveniente do caixa da empresa, seja pelo endividamento de terceiros, seja pelos aportes de capital dos donos do negócio.

É bastante interessante destacar o custo do dinheiro quando este é originado da própria sobra do caixa da empresa.

No entanto, do mesmo modo como ocorre com os recursos vindos do dono do empreendimento, esse novo investimento irá utilizar recursos que poderiam ser destinados a outros fins mais ou menos lucrativos, tanto no caso do caixa da empresa como no da poupança de seu dono.

Portanto, quando nos referimos anteriormente ao custo dos recursos para o dinheiro com origem no dono do empreendimento e no caixa da empresa, estamos falando em termos relativos.

Em outras palavras, o novo investimento tem de proporcionar um retorno superior ao das demais alternativas de investimento disponíveis tanto para o dono do negócio como para o caixa da empresa. Afinal, o retorno proporcionado pelas demais alternativas de investimento presentes no mercado representa o custo de oportunidade tanto para o exemplo do dono

---

**Se o novo investimento não apresentar retorno superior ao das demais alternativas oferecidas pelo mercado, ele não cobre o custo de oportunidade. Portanto, não deverá ser realizado, pois não estará criando valor para a empresa nem para seus donos.**

---

da empresa como para a sobra de caixa do negócio.

Se o novo investimento não apresentar retorno superior ao das demais alternativas oferecidas pelo mercado, ele não cobre o custo de oportunidade. Portanto, não deverá ser realizado, pois não estará criando valor para a empresa nem para seus donos.

É importante notar que a avaliação da rentabilidade do investimento e seus custos de financiamento levam em consideração os juros e o custo de oportunidade do dinheiro com o decorrer do tempo.

Em relação à diversificação dos investimentos, cabe salientar a opinião de Warren Buffet, um dos mais bem-sucedidos investidores dos últimos tempos e classificado entre os homens mais ricos do mundo. Buffet aconselha a todo profissional com superávit de capital investir seus recursos em empreendimentos e negócios de pleno conhecimento, de modo a poder interpretar as reais variáveis que influenciarão seu sucesso.

## Decisão de financiamento

Ao concluir que se deve gastar uma determinada quantia de recursos para um determinado fim, define-se a decisão de investimento. Ou seja, há clareza de que essa decisão supera as demais alternativas de investimento presentes no mercado com relação a suas perspectivas de risco e retorno.

Parte-se, a seguir, para a análise do outro lado da moeda: qual a forma ideal de financiamento para viabilizar esse negócio?

De forma geral, como analisado anteriormente, existem três alternativas para a origem do financiamento do investimento:

1. Utilizar a poupança do dono do negócio para realizar um aporte de capital na empresa.
2. Usar a sobra de caixa originada no lucro das operações da empresa ou na venda de um bem ativo (carro, imóvel, estoques etc.).
3. Contrair um empréstimo, finan-

ciando esses recursos com o dinheiro de terceiros.

Outra alternativa indireta de financiamento de investimentos pelo capital de terceiros pode ser obtida por meio do *leasing* ou aluguel dos ativos. Muitas vezes, essa alternativa pode se mostrar interessante para a estruturação de um projeto, uma vez que esses recursos não são contabilizados no balanço da empresa como dívida. Assim, não onera demasiadamente o saldo de passivos e melhora a apresentação de seus números para futuras avaliações de crédito. Quanto às variáveis financeiras, o *leasing* e o aluguel geralmente apresentam as mesmas condições de juros e amortizações que um financiamento tradicional de longo prazo de mercado.

Por outro lado, dependendo do ativo alugado, a estrutura de garantias exigidas do empreendedor para a realização da operação poderá ser inferior que a de um financiamento tradicional.

No processo de escolha das fontes de financiamento do investimento, dois aspectos fundamentais irão definir a decisão:

### 1. Custo

O custo do dinheiro próprio (do caixa da empresa ou de seus donos) e o custo do dinheiro de terceiros. Esse tópico será analisado de modo detalhado posteriormente, quando estudarmos o item referente a custo de capital.

### 2. Risco

Originalmente, as diferentes formas de financiamento – com dinheiro próprio ou de terceiros – apresentam um aspecto bastante interessante quanto a seu impacto no resultado do caixa da empresa: pode influenciar definitivamente o risco do empreendimento e a sua velocidade em gerar resultados. É o que os administradores financeiros chamam de alavancagem financeira, que trata do aumento da velocidade dos resultados.



### Custos fixos e variáveis

A principal característica que divide o comportamento dos custos originados nos recursos provenientes de terceiros ou de capital próprio reside na definição dada pelos administradores financeiros à diferença entre os custos fixos e os variáveis.

### Custos fixos

Como a própria definição sugere, são custos eternamente fixos quando comparados ao comportamento das vendas e receitas da empresa e a seu respectivo reflexo no lucro operacional.

### **Custos variáveis**

São aqueles originados em circunstâncias que os vinculam diretamente ao faturamento ou ao resultado da empresa como um todo. Os custos variam proporcionalmente ao aumento ou à redução do faturamento e, ainda, de acordo com o resultado da empresa.

### **Caso a caso**

Desse modo, deve-se analisar com cuidado o comportamento genérico dos recursos originados no capital de terceiros (dívidas).

O agente financiador empresta dinheiro à empresa com base numa estrutura de condições que varia caso a caso.

Em última instância, porém, a condição geral é a mesma: a empresa deve pagar de volta o valor da dívida em algumas parcelas acrescidas de juros.

Portanto, o gasto que a empresa terá com esse financiamento não apresenta nenhuma relação com o comportamento futuro do

resultado financeiro do negócio.

É um custo fixo e constante, com um prazo definido, que deverá ser pago independente de a empresa apresentar bom ou mau resultado.

Os recursos originados no capital próprio são estruturados de forma que o investimento realizado retorne ao financiador – seja ele o dono da empresa, seja a sobra de caixa do negócio com o próprio lucro da operação da empresa.

### **Regra básica**

É um custo variável, cujo valor do reembolso do financiador acrescido de sua taxa de lucro só virá com o bom resultado do empreendimento. Ou seja, o valor pode variar ao longo do tempo.

Uma regra é básica: o dono da empresa só ganha se seu negócio obtiver sucesso. Já o credor...

Bem, digamos que este está bem mais preocupado com o pagamento da dívida do que com o sucesso da empresa.

**Exemplo 1**

Financiamento do projeto com origem no aporte de capital do empreendedor.

Neste exemplo, vamos assumir que a empresa tem como regra distribuir 25% de seu lucro como dividendos.

	Ano 1	Crescimento %	Ano 2
<b>Faturamento</b>	R\$ 120.000,00	21%	R\$ 145.000,00
<b>Custos gerais</b>	R\$ 12.000,00	21%	R\$ 14.500,00
<b>Lucro</b>	R\$ 108.000,00	21%	R\$ 130.500,00
<b>Dividendos</b>	R\$ 27.000,00	21%	R\$ 32.625,00

Podemos observar no exemplo acima que os dividendos pagos ao dono da empresa acompanham o crescimento do resultado do negócio, apresentando o mesmo crescimento exibido no resultado da empresa, ou seja 21%.

**Exemplo 2**

Financiamento do projeto com origem no financiamento de terceiros. Adotamos como premissa que o financiamento é pago com parcelas fixas de amortização e juros de 27 mil reais.

	Ano 1	Crescimento %	Ano 2
<b>Faturamento</b>	R\$ 120.000,00	21%	R\$ 145.000,00
<b>Custos gerais</b>	R\$ 12.000,00	21%	R\$ 14.500,00
<b>Amortização da dívida e juros</b>	R\$ 27.000,00	0%	R\$ 27.000,00
<b>Lucro</b>	R\$ 81.000,00	28%	R\$ 103.500,00

Quando se utiliza o financiamento com capital de terceiros amortizado em parcelas fixas (exemplo 2), apesar de haver crescimento de 21% nas vendas da empresa, não se observa variação nas parcelas gastas com o pagamento do financiamento. O resultado imediato desse evento é o forte crescimento

do resultado final, que apresenta aumento de 28% mediante um crescimento de 21% no faturamento. Essa diferença é a já mencionada alavancagem financeira.

O fato de os custos fixos não acompanharem a variação do resultado da empresa proporciona um incremento na variação do resultado.





Ou seja, se a empresa está ganhando mais dinheiro, não significa que os credores irão receber mais dinheiro como amortização da dívida, sobrando mais recursos para serem acumulados no caixa da empresa ou distribuídos a seus donos como dividendos.

Mas tome muito cuidado!

Da mesma forma que o devedor não participa das comemorações proporcionadas pelo bom resultado do negócio, ele também não tem a mínima compaixão quando a empresa enfrenta tempos de vacas magras.

Ainda que o faturamento da empresa apresente queda, o credor vai manter sua postura de cobrar a mesma quantia que sempre recebeu como juros e amortização do financiamento.

### Exemplo 3

Neste exemplo, o faturamento apresenta uma redução de 42%. Como a empresa continua pagando a mesma quantia como amortização da dívida e dos juros, seu resultado indica queda de 56%, mostrando o efeito perverso da alavancagem financeira.

	Ano 1	Redução %	Ano 2
<b>Faturamento</b>	R\$ 120.000,00	-42%	R\$ 70.000,00
<b>Custos gerais</b>	R\$ 12.000,00	-42%	R\$ 7.000,00
<b>Amortização da dívida e juros</b>	R\$ 27.000,00	0%	R\$ 27.000,00
<b>Lucro</b>	R\$ 81.000,00	-56%	R\$ 36.000,00

### Conclusões

A utilização de capital de terceiros para o financiamento de projetos cria o efeito da chamada alavancagem financeira – do mesmo modo que aumenta as chances de altas taxas de crescimento de resultados nos períodos de vacas gordas, aumenta proporcionalmente o risco da empresa nas épocas de crise. Portanto, é de fundamental importância adequar a fonte de recurso para o financiamento de projetos às características de mercado das empresas que estamos administrando.



Empresas com grande flutuabilidade nas vendas ou alta variação de preços proporcionada por eventos como a sazonalidade (períodos de alta e baixa estação) não devem concentrar o financiamento de projetos nos recursos de capital de terceiros. Evita-se, desse modo, a dificuldade de honrar os compromissos em períodos de fraco faturamento.

Por outro lado, empresas com grande previsibilidade de faturamento – que têm contratos fixos de longo prazo com clientes sólidos, fornecedoras de utilidades públicas, como energia elétrica, telefonia, água e esgoto etc. – apresentam muito pouca variação de resultado operacional. Explica-se: seus produtos ou serviços são consumidos tanto em momentos de prosperidade econômica como nos períodos de crise, e também independe da sazonalidade. Essas empresas, portanto, têm condições de concentrar seus financiamentos em recursos originados no capital de terceiros.

## Decisão de dividendos

Na realidade, a teoria de finanças avalia a decisão de dividendos dentro da mesma lógica que orienta todo o fluxo financeiro da empresa, relacionando-a diretamente com as decisões de investimento e financiamento da empresa.

Teoricamente, quando está tratando da política de dividendos da empresa, o empreendedor também deve seguir a mesma filosofia de criação de valor para o negócio que orienta suas demais decisões do dia-a-dia.

Ou seja, se não existir melhor alternativa de investimentos no mercado do que o próprio negócio, o bom empreendedor não deverá retirar dividendos. A decisão mais acertada seria reinvestir a sobra de caixa no próprio negócio.

## Ciclo de vida

É importante notar que o ciclo de vida de qualquer negócio apresenta diferentes fases de maturação e consolidação. Cada fase indica uma perspectiva de retorno para o

**Se não existir melhor alternativa de investimentos no mercado do que o próprio negócio, o bom empreendedor não deverá retirar dividendos. A decisão mais acertada seria reinvestir a sobra de caixa no próprio negócio.**

negócio e as diferentes necessidades de investimentos. Basicamente a empresa apresenta três principais fases em termos de fluxo de caixa:

### Fase 1 – Star (Estrela)

Período em que o negócio está se estabelecendo e a necessidade de aporte de caixa é alta. Como a empresa está ganhando mercado, suas vendas indicam altas taxas de crescimento. Nessa fase inicial, não se deve distribuir dividendos, uma vez que a empresa se apresenta como a melhor alternativa de investimento para o dono nesse momento. A empresa precisa de seu empenho máximo.

### Fase 2 – Cash cow (Vaca leiteira)

Fase em que o negócio já está consolidado, possui uma faixa de mercado estável e requer apenas investimentos de manutenção. É o melhor momento do ciclo de vida, quando a empresa é puramente geradora de caixa e não requer altos investimentos. Sua expectativa de retorno está dentro da média do mercado. Logo, o dono do negócio poderá adotar uma postura mais agressiva, distribuindo em alguns casos a integralidade dos lucros como dividendos.

### Fase 3 – Dog (Cachorro)

Período em que o negócio “caducou” e entrou em crise: as vendas apresentam declínio e a rentabilidade pode chegar até a ser negativa.

Nessa fase, o dono do empreendimento deverá ponderar duas alternativas:

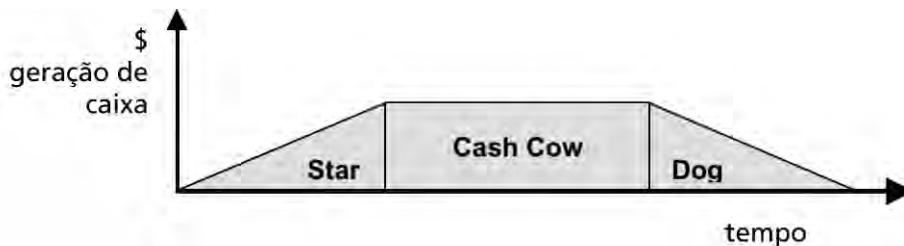
- Fazer investimentos expressivos para tentar devolver a empresa à fase 1 – Star.
- Fechar o negócio.

Em ambas as situações descritas acima, dificilmente poderá ser feita a distribuição de dividendos.

### Aplicação variada

Esse conjunto de fases (Star, Cash cow e Dog), com maior ou menor duração de cada uma delas, pode ser aplicado a empresas, departamentos de empresas, novos produtos etc.

## As três fases de vida da empresa





### ***O que você viu no capítulo 2***

**1** > As três grandes decisões financeiras: investimento, financiamento e dividendos.

**2** > Os fatores que influem na decisão de investimento: lucro, risco, tempo e recursos.

**3** > As considerações para decidir a melhor forma de financiamento.

**4** > O ciclo de vida de uma empresa com as fases Star, Cash cow e Dog.

## 3 ORÇAMENTO: PLANO E CONTROLE

Como realizar o controle de orçamento? Como organizar a entrada e a saída de recursos? Qual o melhor caminho para reduzir as despesas?

Muita calma agora, porque é hora de planejar todos os detalhes financeiros do negócio e, depois, ver se tudo deu realmente certo. Para começar, vamos contar uma história que envolve planejamento e o que se chama sorte – ou azar. Uma lei criada por engenheiros da Nasa – agência espacial norte-americana – ganhou o mundo, inspirou diversas variações e gerou muitas piadas: a Lei de Murphy. Acredite: ela é uma das filosofias fundamentais para o bom planejamento e controle de um projeto. Segundo essa lei, se alguma coisa em um projeto – ou na vida de uma pessoa comum – tem qualquer chance de dar errado, pode ter certeza que dará.



Essa lei produziu interpretações distorcidas, sustentadas pela idéia de que seria baseada em uma profecia do acaso, voltada para provocar a falta de sorte.

Sua essência é exatamente o contrário. A Lei de Murphy determina que a regra para o planejamento e controle de um projeto não deve contar com a sorte. Portanto, se você identificar qualquer variável de risco em um projeto, deve neutralizá-la, não permitindo que a sorte decida por você, uma vez que a lei pode ser implacável.

## Pontos de análise

Na atividade de planejamento e controle orçamentário, o administrador financeiro deverá adotar a postura dos engenheiros da Nasa e analisar cada detalhe do fluxo de caixa do projeto dentro dos seguintes aspectos:

### Detalhamento do fluxo de caixa

É fundamental detalhar o fluxo de caixa empresarial em seus pormenores. Para analisar o faturamento de uma empresa, por exemplo, deve-se dividi-lo em itens como:

- Linha de produtos: separada por preço e volume de vendas, como calçados, malhas, camisetas etc.
- Mercados regionais: filial A, filial B, filial C e assim por diante.
- Mercados globais: o total de exportações e o total de mercado doméstico.
- Política de descontos por produto e mercado.

## Comportamento

A análise e previsão de comportamento prevêem a avaliação de cada variável do fluxo de caixa da empresa. Inclui o estudo do comportamento no passado e a previsão do comportamento futuro.

### Aspectos econômicos

Cabe ao empreendedor estar atento aos aspectos econômicos que influenciam cada componente do fluxo de caixa da empresa e identificar o risco de variáveis externas à administração – como a variação de preços do dólar, da soja, do café, do petróleo, da energia, dos juros etc. – que possam causar contratempos a seus planos.

**A Lei de Murphy determina que a regra para o planejamento e controle de um projeto não deve contar com a sorte. Portanto, se você identificar qualquer variável de risco em um projeto, deve neutralizá-la.**

### **Controle e identificação de distorções**

Comparar o orçamento realizado ante às projeções iniciais, identificando o que ocorreu de modo diferente do previsto e o porquê.

Confrontar os dados de seu empreendimento com a média das empresas do mercado, observando pontos fortes e fracos de seu negócio perante os concorrentes.

### **Análise fundamentalista**

O processo de interpretação dos fundamentos econômicos que influenciam as variáveis financeiras de uma empresa é chamado de análise fundamentalista.

Por meio de um processo investiga-

---

**Com o processo analítico, o administrador financeiro se torna capaz de planejar e administrar a vida financeira da empresa, prevenindo eventuais momentos de crise e prosperidade, e tornando-a apta a tirar o melhor proveito de ambos os momentos.**

---

tivo, o administrador financeiro detalha cada item e subitem do fluxo de caixa de uma empresa. O trabalho consegue identificar cada componente do fluxo de caixa e mostrar se determinado item apresentou variação positiva, negativa ou neutra, quando comparado aos dados passados ou às empresas concorrentes presentes no mercado nacional ou internacional.

Com o processo analítico, o administrador financeiro se torna capaz de planejar e administrar a vida financeira da empresa, prevenindo eventuais momentos de crise e prosperidade, e tornando-a apta a tirar o melhor proveito de ambos os momentos.

### **Entrada e saída**

O processo de interpretação do fluxo de caixa da empresa baseado em sua realidade operacional depende da compreensão em detalhes dos componentes econômicos que proporcionam os movimentos de entrada e saída dos recursos em uma organização.



## Origens de recursos

A entrada de dinheiro na empresa não é obra do acaso. O processo natural de ingresso de recursos dentro de uma organização saudável deve ocorrer principalmente por meio de seus faturamentos – ou seja, pela venda de produtos ou serviços que definem sua razão de existência.

$$\text{Preço} \times \text{Volume} = \text{Faturamento}$$

## Unidade-base

O total de ingresso de recursos obtidos pela venda de produtos ou serviços é o resultado da soma da venda de todos os produtos da empresa multiplicados por seu respectivo preço de venda.

Para que o administrador financeiro possa decompor esse número e analisar a contribuição de cada produto vendido para o faturamento total da empresa, é de fundamental importância identificar a unidade-base de venda de seus produtos.

Por exemplo, para um negócio do



setor energético, o indicador de faturamento pode ser o megawatts/hora (MWh). Para o setor pecuário, a unidade de faturamento adotada é a arroba. Já, para a área de telefonia, pode-se adotar como unidade-base o pulso.

Uma vez identificada a unidade de faturamento de cada produto da empresa, o administrador financeiro tem condições de adquirir sensibilidade quanto ao valor agregado de cada produto e ponderar sua importância para o *mix* de produtos totais da empresa.

**Valor unitário**

Acompanhe a tabela abaixo, que relaciona três produtos (A, B e C),

indicando as unidades vendidas (em quilos), seu preço unitário e o faturamento total.

<b>Composição do faturamento total</b>			
	<b>Unidades vendidas</b>	<b>Preço unitário</b>	<b>Faturamento</b>
Produto A	100.000 kg	R\$ 2,00	R\$ 200.000,00
Produto B	10.000 kg	R\$ 50,00	R\$ 500.000,00
Produto C	10.000 kg	R\$ 2,00	R\$ 20.000,00

A decomposição do faturamento dos produtos por uma empresa torna possível analisar o *mix* de produtos e identificar, por exemplo, aqueles que possuem alto valor unitário.

Na tabela acima, verifica-se que o Produto B vendeu dez vezes menos do que o Produto A. O menor volume de vendas de B, no entanto, é compensado por seu alto preço unitário. Em consequência, ele atinge um faturamento muito superior ao de A ou ao de C. Qualquer variação na quantidade vendida do Produto B implicará um impacto muito superior ao dos demais produtos no resultado final da empresa. É importante notar que as variáveis mercadológicas de cada linha de produtos apresenta um tipo de comportamento – diferente das demais –, dependendo das características específicas dos respectivos mercados.



### **Mercado doméstico e exportações**

Da mesma forma como efetuamos a decomposição do faturamento para linhas de produtos diferenciados, devemos analisar o faturamento da empresa conforme o comportamento de cada mercado regional onde ela atua.

Para o mercado internacional, uma variável deve ser agregada ao modelo de análise: o câmbio. Afinal, o faturamento de produtos exportados, além de depender da quantidade de produtos vendidos e do preço unitário, também deverá ser influenciado pela cotação da moeda.

A introdução do câmbio como variável financeira aumenta significativamente o risco do negócio. Isso ocorre porque a cotação das moedas dos países para os quais a empresa exporta está relacionada a variáveis macroeconômicas internas daqueles países e a inúmeras outras variáveis da política internacional. Todas essas condicionais, como dá para notar, não apresentam nenhuma relação com

### **O administrador financeiro conservador trata o câmbio como um fator externo à sua organização. Requisita, portanto, o suporte de seu banco de confiança.**

o negócio da empresa.

Muitas vezes, o administrador financeiro se deixa empolgar pela valorização cambial da moeda do país para o qual está exportando, tratando o aumento em suas receitas de exportação como uma variável de sucesso do negócio.

No entanto, quando a taxa de câmbio demonstrar uma tendência de desvalorização, o prejuízo tornar-se-á inevitável.

Desse modo, o administrador financeiro conservador trata o câmbio como um fator externo à sua organização. Requisita, portanto, o suporte de seu banco de confiança para utilizar os instrumentos financeiros presentes no mercado e, assim, travar os efeitos da variação nas taxas de câmbio.

### Receitas financeiras

São receitas adicionais que, mal gerenciadas, podem se mostrar traiçoeiras ao futuro do negócio.

A receita financeira de uma empresa representa uma forma secundária de ingresso de recursos.

Origina-se dos juros cobrados pela empresa quando esta financia clientes em vendas a prazo ou aplica a sobra de caixa em instrumentos de investimentos presentes no mercado financeiro.

Uma distorção típica da economia brasileira deixa à mostra uma verdadeira armadilha aos administradores financeiros. O passado de altas taxas de inflação e as elevadas taxas de juros têm induzido administradores financeiros a gerenciar o capital de giro das empresas de modo a proporcionar expressivos resultados de receita financeira – chegando a superar o faturamento da empresa com a venda de produtos e serviços.

Em geral, o resultado dessa prática leva a empresa a inverter os papéis de seu fluxo de caixa: como as

**Sem o suporte do resultado financeiro, o administrador imprudente acaba se deparando com uma empresa operacionalmente mal gerenciada.**

atenções estão voltadas ao gerenciamento do capital de giro para proporcionar receitas financeiras crescentes, a empresa põe seu faturamento em segundo plano e negligencia as decisões operacionais que proporcionam o sucesso do próprio negócio.

Essa estratégia é baseada em um cenário extremamente falso e vulnerável. A redução da inflação ou das taxas de juros poderá eliminar o resultado da ciranda financeira que sustentava a empresa.

Sem o suporte do resultado financeiro, o administrador imprudente acaba se deparando com uma empresa operacionalmente mal gerenciada, uma vez que o foco de trabalho não estava mais na venda de seu produto ou serviço.

### Saídas de recursos

É impressionante como, do ponto de vista do empreendedor, as despesas de uma empresa brotam de todos os lados. A prioridade, então, é aprender a domesticá-las. A empresa deve ter sua atenção redobrada em relação às saídas de recursos. Antes de os custos chegarem ao ponto de assumir vida própria, o administrador financeiro deverá identificar os principais componentes de custo da empresa e tratá-los com a mesma filosofia da decisão de investimentos. Traduzindo: cada centavo gasto no

negócio deve proporcionar um resultado que crie valor para a empresa como um todo. Da mesma forma que observamos nos componentes que formam as origens de recursos da empresa, a principal atenção deve estar voltada ao custo de produção das mercadorias ou da prestação de serviços.

### Custos de operação

De modo genérico, os custos operacionais de uma empresa apresentam dois padrões básicos de comportamento, que podem ser divididos em fixos e variáveis.



### Custos fixos

São geralmente formados por custos indiretos de fabricação, não se relacionando diretamente com o processo produtivo.

Exemplos: aluguel da fábrica, conta de energia elétrica, salário da equipe de segurança etc.

Esses custos são gerados independentemente da empresa estar produzindo seus produtos ou não. O valor dos custos fixos relaciona-se mais com o tamanho ou a capacidade total de produção da fábrica do que com seu nível de atividade. Se a empresa estiver parada, continuará a arcar com os custos fixos.



### Custos variáveis

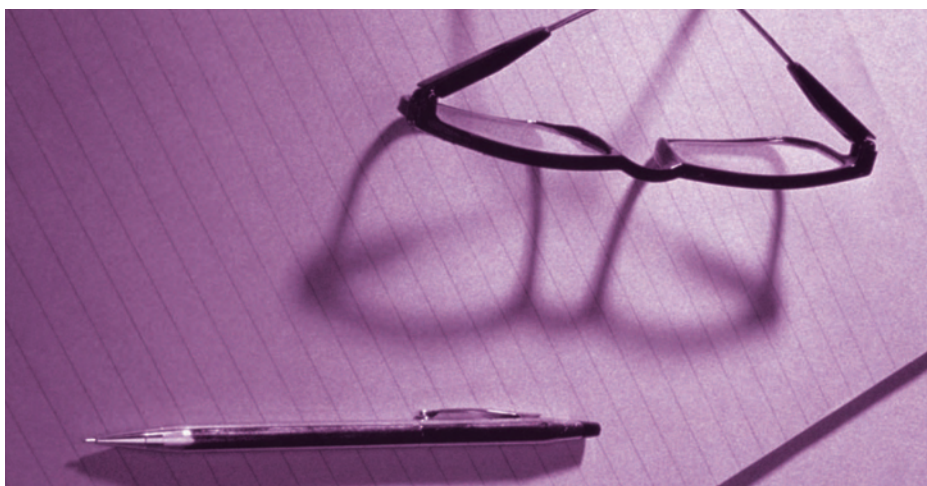
São aqueles diretamente relacionados ao processo produtivo.

Esses custos se destinam à confecção de cada unidade de produto da empresa, variando proporcionalmente e de acordo com seu nível de atividade.

### Custo total

Como mostra o gráfico abaixo, o custo total da empresa deve ser analisado de forma global. Ele será obtido pela soma dos custos indiretos (fixos) com os custos diretos (variáveis). O resultado está apresentado na área hachurada.





### Alavancagem operacional

Assim como observamos o efeito da alavancagem financeira sobre o lucro final da empresa, percebemos que os custos operacionais também podem maximizar as variações no resultado do empreendimento, aumentando seu risco e sua probabilidade de crescimento de lucro. Na alavancagem operacional, os custos fixos não acompanham o crescimento do faturamento da empresa, maximizando seu resultado. Por outro lado, na redução ou ausência de faturamento, os custos fixos continuam presentes, aumentando a possibilidade de prejuízo com maior redução nos lucros.

### Despesas otimizadas

As despesas operacionais de uma empresa podem ser divididas em:

- administrativas;
- comerciais.

Apesar do senso comum indicar que, quanto menor as despesas, maior o lucro, o empreendedor deve estar atento ao fato de que as despesas operacionais apresentam uma relação indireta com a capacidade de gerar resultados. Em muitos casos, a redução extrema nas despesas operacionais pode comprometer a capacidade de geração de caixa.

As despesas comerciais – compostas dos gastos em marketing, vendas e compras, entre outras – estão diretamente relacionadas à maximização de faturamento futuro.

Por exemplo, o investimento em uma campanha publicitária poderá não resultar em aumento imediato nas vendas. Porém, talvez seja capaz de melhorar a imagem da empresa, o que proporcionará maior estabilidade de faturamento de longo prazo.

Outro exemplo pode ser verificado no caso de um vendedor que receba uma remuneração elevada para os padrões do mercado. A contrapartida é que ele poderá ser o principal vendedor da empresa, o líder de vendas, justificando plenamente as altas comissões.

Já as despesas administrativas representam o conjunto de gastos da organização. Mais difíceis de serem mensuradas em relação à criação imediata de valor, estão intimamente ligadas ao bom gerenciamento e ao controle da empresa como um todo.

### **A extrema complexidade do código tributário brasileiro faz com que um dos fatores fundamentais do sucesso de um empreendimento seja seu planejamento tributário.**

Por exemplo, um departamento contábil mal organizado poderá causar prejuízos irreparáveis se cometer erros no cálculo de impostos a pagar ou erros no cálculo de relatórios contábeis, distorcendo a interpretação de decisões estratégicas para o futuro da empresa.

### **Planejamento tributário**

A extrema complexidade do código tributário brasileiro faz com que um dos fatores fundamentais do sucesso de um empreendimento seja seu planejamento tributário. O cuidado com esse aspecto pode resultar na diferença entre o fracasso e o sucesso de um negócio. Basicamente, os impostos oneram o empreendimento em duas frentes principais:



- faturamento;
- resultado.

No grupo de impostos voltados ao faturamento, incluem-se tradicionalmente os seguintes: Programa de Integração Social (PIS), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS) e Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS). São impostos que variam de produto a produto e, em determinados casos, de região a região.

O planejamento tributário adequado deve interferir na escolha do produto e da região adequados, proporcionando ganhos de competitividade que podem determinar a liderança do mercado.

O grupo de impostos relacionados à renda (contribuição social e Imposto de Renda) irá onerar a remuneração da empresa obtida por meio de seu resultado operacional ou financeiro, cuja legislação

é extremamente extensa.

O estudo adequado desses impostos pode levar a empresa a economizar recursos fundamentais para seu processo de criação de valor.

### Custos financeiros

Como vimos, a decisão do administrador financeiro sobre providenciar os recursos necessários para os investimentos da empresa por meio de recursos de terceiros terá como consequência a criação de custos financeiros para o empreendimento, basicamente caracterizados pelas despesas de juros.

As decisões de financiamento por capital de terceiros podem variar quanto ao prazo e, conseqüentemente, ao destino dos recursos.



### Financiamentos de curto prazo

São recursos originados e integralmente amortizados em um período inferior a um ano. Esse tipo de financiamento geralmente se relaciona à cobertura de recursos insuficientes da empresa para suportar seu capital de giro.

O financiamento do capital de giro pode ocorrer em duas situações:

- Quando existe um descompasso de prazos entre o recebimento dos recursos provenientes de suas vendas e o pagamento das obrigações necessárias para suportar seu ciclo operacional.

- Quando os recursos provenientes do faturamento são momentaneamente insuficientes para pagar os custos operacionais da empresa.

Dessa forma, o capital de giro adquire uma característica transitória. É como um socorro financeiro para cobrir um “buraco” proveniente de uma deficiência do ciclo operacional, não representando



uma decisão planejada permanente de longo prazo.

Essa característica transitória de socorro à empresa transfere o poder da negociação do financiamento para o credor – o fornecedor dos recursos –, que acaba cobrando uma taxa de juros mais elevada que aquela disponível para investimentos de longo prazo.

### Financiamentos de longo prazo

São geralmente realizados após a conclusão de um planejamento estratégico detalhado da empresa, resultante de uma decisão de ampliação de capacidade produtiva e abertura de novos mercados, entre outros fatores.

Como consequência de um processo de planejamento, a captação de recursos de longo prazo é uma opção bastante ponderada para a empresa. Não apresenta a característica de capital de socorro ou suporte dos recursos de curto prazo. Pode ser comparada às diversas alternativas de financiamento à disposição da empresa, inclusive a própria alternativa de não realizar o projeto. Portanto, esses recursos geralmente apresentam custos mais baixos do que os de curto prazo.

Dentre as diversas alternativas de financiamento de longo prazo, logicamente o agente financiador vai onerar mais aquelas cujo prazo é mais longo, uma vez que ele ficará por mais tempo exposto ao risco do negócio.



### ***O que você viu no capítulo 3***

- 1** > As etapas para realizar o planejamento orçamentário do negócio.
- 2** > Os elementos para a identificação das origens dos recursos.
- 3** > Os componentes que estão inclusos nas saídas de recursos.
- 4** > As formas de otimizar despesas e as características dos financiamentos.

## 4 FLUXO DE CAIXA

Que diferença faz entender o ciclo operacional de uma empresa para meus negócios? Como integrar as áreas de compras, produção e vendas?

Pode-se dizer que o fluxo de caixa é o coração do sistema financeiro da empresa, englobando as entradas e saídas de recursos.

Em outra comparação, uma empresa deve operar do mesmo modo que um sistema interligado de caixas d'água: o fluxo financeiro entra e sai de cada área ou departamento de forma contínua e equilibrada, mantendo a harmonia de seu dia-a-dia operacional.

Um dos pais da avaliação empresarial, Thomas Copeland, costuma repetir a célebre frase "*Cash is king*" – ou, em português, "O caixa é o rei – para destacar a importância da geração de fluxo de caixa positivo no processo de criação de valor de um negócio.



### Origem e destino

O relatório que descreve a origem e os destinos dos fluxos de recursos da empresa, resultando na geração líquida de caixa, chama-se fluxo de caixa. Ele pode ser obtido de duas formas básicas

- método direto;
- método indireto.

É o que vamos ver a seguir, a começar pelo primeiro método.

### Método direto

Também é chamado método de tesouraria. O método direto é formatado a partir dos mesmos princípios estudados no tópico de controle orçamentário. Ou seja, deter-

minam-se as entradas de recursos operacionais (compostas de vendas e faturamento) e financeiras (resultantes da receita de juros), deduzindo-as das saídas de recursos operacionais e financeiras.

### Exemplo de fluxo de caixa por método direto

	Ano 1
Faturamento – Caixa à vista	R\$ 320.000,00
(-) Impostos sem faturamento	– R\$ 15.000,00
<b>(=) Faturamento líquido</b>	<b>R\$ 305.000,00</b>
(-) Custos operacionais	– R\$ 60.000,00
<b>(=) Lucro bruto</b>	<b>R\$ 245.000,00</b>
(-) Despesas operacionais	– R\$ 55.000,00
<b>(=) Geração operacional de caixa</b>	<b>R\$ 195.000,00</b>
(+) Receita de juros	R\$ 15.000,00
(-) Despesas de juros	– R\$ 10.000,00
(-) Compra de ativos	– R\$ 5.000,00
(+) Venda de ativos	R\$ 2.000,00
(-) Pagamento de passivos	– R\$ 3.000,00
(+) Novos financiamentos	R\$ 5.000,00
(-) Pagamento de dividendos	R\$ 0,00
(+) Integralização de capital	R\$ 1.000,00
<b>(=) Geração líquida de caixa</b>	<b>R\$ 200.000,00</b>

Como observamos no exemplo da página anterior, devemos prestar atenção especial às entradas e saídas não operacionais de caixa provenientes de:

### **Entradas não operacionais**

- Venda de ativos: recursos entram no caixa provenientes da venda de imóveis, carros, máquinas etc.
- Criação de passivos: recursos entram no caixa provenientes de novas dívidas, parcelamento de pagamentos etc.
- Integralização de capital: o dono da empresa injeta novos recursos no negócio.

### **Saídas não operacionais**

- Compra de ativos: recursos saem do caixa para compra de máquinas, imóveis, outras empresas etc.
- Redução de passivos: recursos saem do caixa para pagamento de dívidas ou para reduzi-las via amortização.

- Pagamento de dividendos: recursos saem do caixa para remunerar o dono da empresa.

O método direto de obtenção de fluxo de caixa é valorizado pelo alto grau de detalhamento e precisão de valores. Essas características aumentam significativamente a qualidade da análise e projeção a ser elaborada pelo administrador financeiro.

De modo geral, é amplamente usado por administradores financeiros ligados à administração do negócio, principalmente no processo de elaboração do planejamento estratégico e na avaliação da viabilidade econômica dos projetos a serem realizados.

### **Método indireto**

Seu ponto forte está na simplificação, objetividade e agilidade proporcionadas na análise de estratégias e tomada de decisão.

O método indireto é utilizado pelos administradores financeiros que não participam internamente

da empresa, mas estão interessados em seus resultados financeiros para fins de avaliação de crédito e aquisição de um projeto ou da empresa como um todo.

A grande facilidade de trabalho relacionada ao método indireto reside no fato de que ele é gerado por meio da própria demonstração de resultados presentes nos relatórios contábeis.

Nesse caso, é muito importante que o administrador financeiro tome especial cuidado com os ajustes a serem realizados para adaptar as regras que orientam o regime contábil às regras que baseiam o regime de caixa.

Os principais exemplos são:

1. Despesas apropriadas à demonstração de resultados que não correspondem à saída de caixa:

- Depreciação

Utilizada para apropriar ao resultado contábil da empresa a perda de valor do ativo imobilizado por

seu uso e sua obsolescência. A depreciação é uma despesa abstrata que não corresponde à saída de caixa. Portanto, deve ser somada ao resultado líquido para que seu efeito seja anulado.

- Provisões para perdas de valor e devedores duvidosos

As provisões são lançamentos contábeis efetuados pelo conservadorismo a fim de que a empresa se prepare para eventuais perdas em seus ativos. Como não significa saída de caixa, também devem ser estornadas – ou seja, somadas ao resultado líquido.

2. Diferenças entre o regime de competência e o regime de caixa:

receitas a receber e custos a pagar são contabilizados na demonstração de resultados.

Nesse caso, o direito ou obrigação da empresa já se configurou, porém sua efetiva entrada ou saída de caixa ainda está para acontecer. Portanto, também devem ser estornados.

### Exemplo de fluxo de caixa por método indireto

	Ano 1
Lucro líquido antes do Imposto de Renda	R\$ 150,00
Ajustes:	
(+) Depreciação*	R\$ 20,00
(+) Prejuízo por variação cambial	R\$ 10,00
(-) Ganho nos investimentos	R\$ 5,00
(+) Despesas de juros	R\$ 15,00
(=) Lucro ajustado	<b>R\$ 190,00</b>
<b>Fluxo de caixa das atividades operacionais</b>	
(+) Variação nas contas a receber de clientes e outros	R\$ 35,00
(+) Variação em estoques	R\$ 10,00
(+) Variação em fornecedores a pagar	R\$ 5,00
(=) Caixa proveniente das operações	R\$ 50,00
(-) Juros pagos	R\$ 10,00
(-) Imposto de Renda pago	R\$ 5,00
(=) Caixa líquido proveniente de atividades operacionais	<b>R\$ 35,00</b>
<b>Fluxo de caixa das atividades de investimento</b>	
(-) Aquisição de subsidiária	R\$ 10,00
(-) Compra de ativo imobilizado	R\$ 65,00
(+) Recebimento pela venda de ativo imobilizado	R\$ 20,00
(+) Juros recebidos	R\$ 5,00
(+) Dividendos recebidos	R\$ 10,00
(=) Caixa líquido proveniente de atividades de investimentos	<b>- R\$ 40,00</b>
<b>Fluxo de caixa das atividades financeiras</b>	
(+) Recebimento pela emissão de ações de capital	R\$ 40,00
(+) Recebimento por empréstimo de longo prazo	R\$ 20,00
(-) Pagamento de item do passivo por <i>leasing</i> financeiro	R\$ 10,00
(-) Dividendos pagos	R\$ 5,00
(=) Caixa líquido proveniente de atividades financeiras	<b>R\$ 45,00</b>
<b>(=) Aumento (ou redução) de caixa</b>	<b>R\$ 230,00</b>

\* Em caso de prejuízo, a depreciação deve ser subtraída.



Da mesma forma, como apresentado no método direto, devemos considerar as entradas e saídas de caixa não operacionais como compra e venda de ativos, criação e redução de passivos e integralização de capital ou pagamento de dividendos. No entanto, tradicionalmente, os administradores financeiros dão um tratamento especial aos aumentos e às reduções de ativos e passivos de curto prazo, pois esses estão relacionados à estratégia de gestão do ciclo operacional da empresa, formando seu capital de giro.



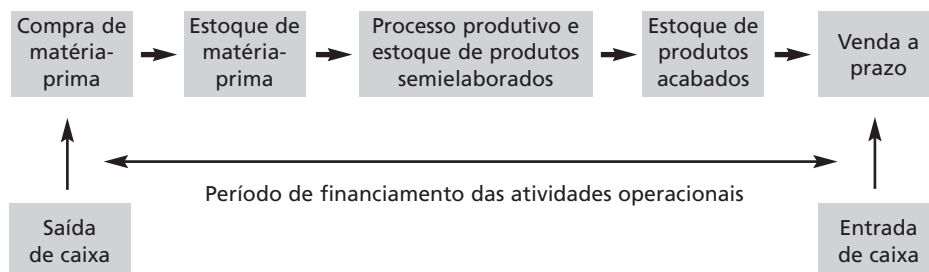
para o financiamento das atividades operacionais, como:

- Compra de matérias-primas e o respectivo estoque.
- Custos de elaboração de seus produtos acabados e semi-acabados e os respectivos estoques.
- Financiamento de seus clientes, no caso de a empresa ter de operar com vendas a prazo.

### Análise de capital de giro

O capital de giro corresponde à totalidade dos recursos necessários

### Ciclo operacional de uma empresa



Como podemos observar no gráfico da página anterior, o financiamento do processo operacional de uma empresa requer um planejamento detalhado. Ele deve determinar o volume de recursos necessários para manter as atividades, pagar os fornecedores e outros custos de produção, enquanto o caixa resultante da venda de seus produtos ainda não foi formado.

Os principais indicadores para a avaliação do capital de giro da empresa são:

- Prazo médio de pagamento (PMP).
- Prazo médio de estocagem (PME).
- Prazo médio de recebimento (PMR).



### Prazo médio de pagamento

Primeiramente, vamos assumir que determinados custos referentes ao ciclo operacional serão pagos à vista ou a prazo. Os períodos de pagamento serão distintos – por exemplo, 30, 60 ou 90 dias.

Desse modo, o administrador financeiro precisa calcular o prazo médio desses pagamentos a fim de planificar uma média de quanto tempo vai levar para que seus fornecedores financiem o ciclo operacional do negócio.

O conhecimento do prazo médio de pagamento (PMP) proporciona à empresa um certo fôlego para produzir seus produtos e formar um estoque, mesmo que eles ainda não sejam vendidos.

Como regra geral, quanto maior o PMP, menor a necessidade de injeção de capital próprio no financiamento das atividades da empresa. Agora, como se faz para calcular o PMP? Para isso, o administrador financeiro pode utilizar os demonstrativos contábeis e calcular a fórmula a seguir:

### Fórmula do PMP

$$\text{PMP} = \frac{\frac{\text{Período}}{\text{Custo}}}{\text{Fornecedores a pagar}}$$

### Exemplo

Se o período de elaboração das demonstrações financeiras for anual, utilizaremos, por exemplo, 360 dias como período-base para a fórmula. Se for trimestral, 90 dias; se for bimestral, 60 dias, e assim por diante.

O balanço anual de uma empresa apresenta um custo de mercadorias vendidas de 140 reais e um saldo médio de fornecedores de 70 reais. Portanto, o PMP será:

$$\text{PMP} = \frac{\frac{360}{\text{R\$ 140,00}}}{\text{R\$ 70,00}}$$

$$\text{PMP} = \frac{360}{2} = 180 \text{ dias}$$

Uma vez adquiridas as matérias-primas, o relógio começa a correr contra o empreendedor, porque o prazo para pagar os fornecedores já passou a ser contado a partir dessa compra. O dono do negócio, porém, ainda precisa confeccionar seus produtos e, em seguida, estocá-los até que sejam vendidos.

### Prazo médio de estocagem

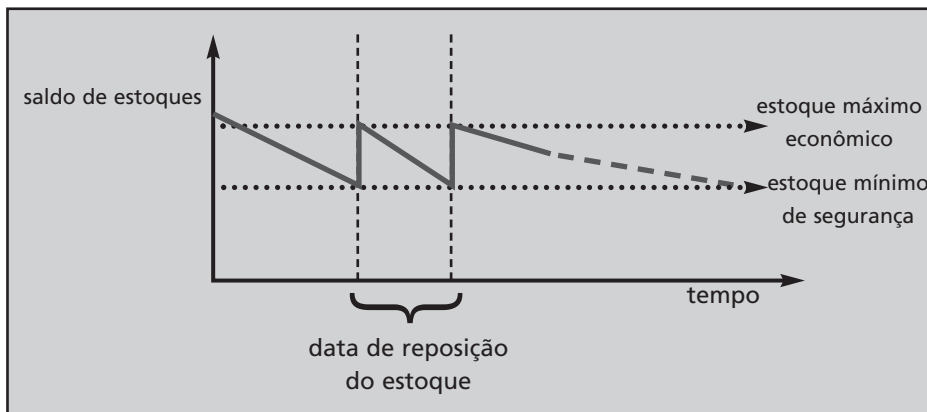
Uma vez adquiridas as matérias-primas, o relógio começa a correr contra o empreendedor, porque o prazo para pagar os fornecedores já passou a ser contado a partir dessa compra. O dono do negócio, porém, ainda precisa confeccionar seus produtos e, em seguida, estocá-los até que sejam vendidos. O período do processo de produção, a partir da saída da matéria-prima da fábrica dos fornecedores até a venda efetiva do produto, é coberto pelo prazo médio de estocagem (PME).

### Receita de eficiência

O PME representa o prazo em que a empresa já está devendo ao fornecedor, mas ainda não recebeu sequer 1 real pela venda dos produtos. Obviamente, conclui-se que, quanto menor o prazo do PME, mais saudável será o resultado de caixa da empresa.

É exatamente por isso que os empresários e administradores gastam boa parte de seu tempo planejando a redução dos estoques e do tempo médio de produção da empresa. É a receita para melhorar a eficiência financeira sem pôr em risco a continuidade de suprimento do ciclo operacional.

### Estocagem em função do tempo



### Fórmula do PME

Para estimar o PME, o administrador financeiro utilizará os demonstrativos contábeis e calculará a seguinte fórmula:

$$PME = \frac{\text{Período}}{\frac{\text{Custo}}{\text{Estoque}}}$$

### Exemplo

Para determinar o PME, emprega-se a mesma regra dos períodos usada no PMP. Ou seja, se o período de elaboração das demonstrações financeiras é anual, utilizaremos 360 dias como período-base para a fórmula. Se for trimestral, 90 dias, se for bimestral, 60 dias etc.

O balanço anual de uma empresa apresenta um custo de mercadorias vendidas de 90 reais e um saldo médio de estoques de 30 reais. Portanto, o PME será:

$$\text{PME} = \frac{360}{\frac{\text{R\$ 90,00}}{\text{R\$ 30,00}}}$$

$$\text{PME} = \frac{360}{3} = 120 \text{ dias}$$

### Prazo médio de recebimento

Uma vez finalizado o ciclo operacional – ou seja, os produtos foram adquiridos pelos clientes e já não fazem mais parte do estoque de produtos –, o empreendedor se encontra em condições de destinar sua atenção ao recebimento pelas vendas.

Vamos imaginar que uma parte das vendas tenha sido realizada à vista, enquanto outra importante porção dos recebimentos da empresa será feita a prazo – a quantidade de parcelamentos varia de acordo com



o tipo de negócio. A programação para o pagamento dos recebimentos a prazo foi fixada em diversas datas: 30, 60 e 90 ou mais dias. Vamos considerar também que podem ocorrer atrasos não programados quando o cliente, por algum contratempo financeiro, não cumprir com o prazo para o pagamento acordado no ato da venda. Enquanto os recursos correspondentes às vendas não ingressam no caixa da empresa, o cálculo do prazo médio de recebimento (PMR) é fundamental. O período que se estende até o efetivo recebimento do pagamento determina o planejamento financeiro do ciclo operacional e dos recursos necessários para financiá-lo.

### Estratégia de financiamento

Muitas empresas com capacidade financeira superavitária e altos índices de liquidez se utilizam da estratégia de financiamento de seus clientes vendendo a prazo. Assim, beneficiam-se das altas taxas de juros inseridas nas prestações das vendas a prazo, remunerando o prazo consumido por seu capital de giro.

### Fórmula do PMR

Para calcular o PMR, o administrador financeiro toma por base os demonstrativos contábeis e utiliza a fórmula a seguir:

**Como podemos intuir, os três prazos são interdependentes. Um aumento no prazo médio de recebimento, por exemplo, prejudica a geração de caixa da empresa, porque o ingresso de recursos provenientes das vendas será mais demorado.**

$$\text{PMR} = \frac{\frac{\text{Período}}{\text{Receitas}}}{\text{Contas a receber}}$$

### Exemplo

Para determinar o PMR, vamos adotar a mesma regra para determinação dos períodos utilizada no PMP e no PME. Se o período de elaboração das demonstrações financeiras é anual, têm-se 360 dias como período-base para a fórmula. Se for trimestral, 90 dias, se for bimestral, 60 dias etc. Imagine que o balanço anual de uma empresa apresente uma receita de 100 reais e um saldo médio de contas e duplicatas a receber de 20 reais. Portanto, o PMR da empresa será calculado da seguinte maneira:

$$\text{PMR} = \frac{\frac{360}{\text{R\$ 100,00}}}{\text{R\$ 20,00}}$$

$$\text{PMR} = \frac{360}{5} = 72 \text{ dias}$$

## Financiamento do capital de giro (GAP)

Como foi possível observar até agora, os três prazos médios – pagamento, recebimento e esto-

ques – apresentam efeitos distintos sobre o fluxo de caixa da empresa, como resume o quadro abaixo.

PRAZOS MÉDIOS	EFEITO SOBRE O FLUXO DE CAIXA
RECEBIMENTOS ↑	↓
PAGAMENTOS ↑	↑
ESTOQUES ↑	↓

### Exemplo

Como podemos intuir, os três prazos são interdependentes. Um aumento no prazo médio de recebimento, por exemplo, prejudica a geração de caixa da empresa, porque o ingresso de recursos provenientes das vendas será mais demorado. O mesmo acontece com o prazo médio de estoques: se o prazo médio de estocagem aumen-

tar, significa que, na prática, o produto está demorando mais tempo para ser produzido e vendido.

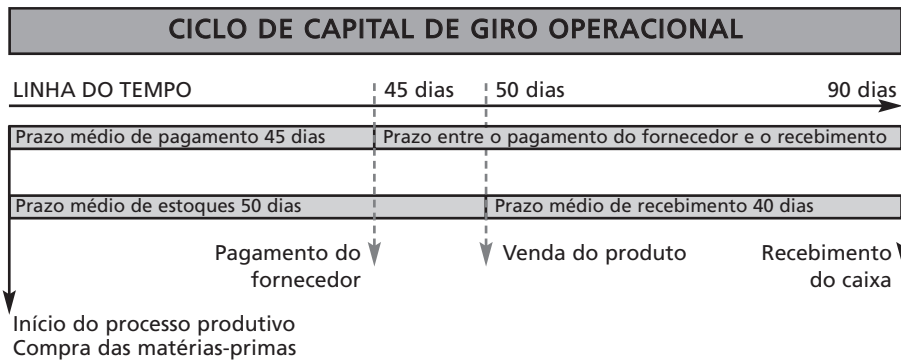
Por outro lado, o prazo médio de pagamento apresenta um efeito inverso sobre a geração de caixa da empresa. O aumento do PMP significa que, em média, demorará mais tempo para pagar os fornecedores, diminuindo a necessidade imediata de caixa da empresa.



### Visão global

Agregando-se os três prazos médios – pagamento, estocagem e recebimento – em um único diagrama de tempo, torna-se mais

fácil visualizar como esses prazos vão influenciar conjuntamente o capital de giro ou a necessidade de financiamento do fluxo operacional da empresa.



### Leitura do diagrama

Vamos analisar atentamente o diagrama acima. No primeiro dia – descrito como início do processo produtivo –, a empresa compra as matérias-primas necessárias para o processo de produção.

No exato momento em que começa seu ciclo produtivo, a empresa já está devendo a seu fornecedor. A partir dessa data, o prazo de pagamento passa a ser contado.

Decorridos 45 dias, o prazo médio de pagamento (PMP) chegou ao

limite, e a empresa deve pagar seus fornecedores. No entanto, analisando-se o ciclo produtivo da empresa, percebe-se que os produtos ainda não foram vendidos. Eles se encontram no estoque, uma vez que o prazo médio de estocagem (PME) é de 50 dias. Desse modo, a empresa terá de recorrer a alguma forma de financiamento, seja ela originada em um aporte de capital de seu dono ou em um financiamento bancário. Passados mais 5 dias, o ciclo operacional já completou 50 dias.



Conforme o diagrama, é o momento em que os produtos, em média, são vendidos, acabando-se o prazo médio dos estoques.

No entanto, quando os produtos deixam o estoque da empresa por terem sido vendidos, inicia-se um novo problema para o administrador financeiro: está na hora de receber o caixa correspondente ao que foi vendido.

Infelizmente, o administrador financeiro irá perceber que – pelo exemplo do diagrama – o prazo médio de recebimento (PMR) irá

demorar mais 40 dias. Isso ocorreu porque, durante o processo de negociação, os vendedores da empresa cederam à pressão dos clientes e comercializaram boa parte das mercadorias a prazo. Uma vez que o caixa das vendas ainda não entrou na empresa, ela não poderá quitar a dívida bancária contraída para pagar os fornecedores. Ou seja, terá de administrá-la por mais 40 dias, quando as vendas a prazo serão quitadas.

### Conclusão

1. A diferença entre o tempo que o produto demora para sair da prateleira da empresa após a venda...
2. ... Refletido no prazo médio de estocagem...
3. ... Somado ao tempo que as vendas demorarão para ser efetivamente recebidas...
4. ... Deduzido do tempo de pagamento dos fornecedores...
5. ... Resulta no tempo que a empresa irá recorrer ao financiamento do capital de giro.



### Financiamento do capital de giro

Agora ficou simples calcular o prazo do financiamento do capital de giro (GAP). Veja:

$$\text{GAP} = \text{PME} + \text{PMR} - \text{PMP}$$

#### Exemplo

- Prazo médio de pagamento

PMP = 45 dias

- Prazo médio de estocagem

PME = 50 dias

- Prazo médio de recebimento

PMR = 40 dias

- Prazo do financiamento do capital de giro

$\text{GAP} = 50 \text{ dias} + 40 \text{ dias} - 45 \text{ dias} = 45 \text{ dias}$



### A grande meta

Assim, o grande desafio do empreendedor é a gestão integrada dos departamentos de compras, produção e vendas de modo que a empresa consiga garantir os três seguintes pontos:

- **Comprar pelo prazo mais longo possível**

É importante lembrar que o prazo médio de pagamento dado por um fornecedor é equivalente a uma forma de financiamento. Portanto, a empresa deve estar atenta aos juros cobrados, para compará-los ao custo de capital próprio e de terceiros e, finalmente, optar pelo financiamento mais barato.

- **Manter o menor estoque possível**

As empresas modernas tendem a ter um processo produtivo bastante enxuto e eficiente. Assim, finalizam o ciclo produtivo o mais rápido possível, mantêm apenas o estoque de segurança e procuram transferir ao máximo seus estoques para clientes e fornecedores.

### • Vender pelo menor prazo possível

De modo inverso ao prazo médio de pagamento, quando a empresa vende a prazo, está financiando seus clientes, o que deve ser interpretado como uma forma de investimento de seu caixa. Como qualquer outra forma de investimento, deve incorporar um juro que compense o fato desses recursos que ainda não foram recebidos não estarem sendo aplicados na própria atividade operacional da empresa.



#### **O que você viu no capítulo 4**

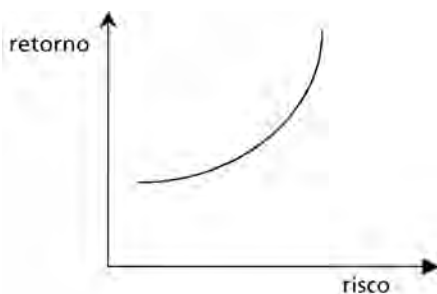
- 1** > A obtenção do fluxo de caixa pelos métodos direto e indireto.
- 2** > A análise do ciclo operacional de uma empresa.
- 3** > Os prazos médios de pagamento (PMP), estocagem (PME) e recebimento (PMR).
- 4** > A gestão integrada dos departamentos de compras, produção e vendas.

## 5 RISCO E RETORNO

Como avaliar as situações de risco de um negócio? Por que um faturamento acima do esperado pode causar problemas à empresa?

Para compreender a lógica que orienta a relação entre o risco de um empreendimento e seu retorno esperado, deve-se inicialmente analisar com bastante atenção como uma pessoa que visa maximizar seu lucro costuma interpretar o risco de um negócio.

O raciocínio lógico nos remete à conclusão de que o ser humano é avesso ao risco, ou seja, ele percebe o risco como algo negativo.



O risco, portanto, deve ser trocado por algo que lhe compense o desprazer de conviver com uma situação extrema, que poderá lhe trazer um prejuízo futuro.

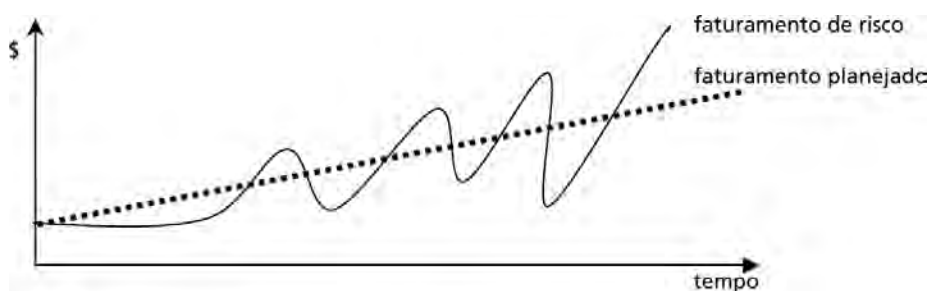
No gráfico à esquerda, visualiza-se o comportamento do dono de um negócio diante de um empreendimento de risco. Ele requer um retorno tanto maior quanto mais alto o risco. Porém, a aversão ao risco faz com que o retorno esperado cresça a taxas cada vez maiores, até o ponto em que o risco se torna tão alto e insuportável que, independentemente do retorno, o empreendedor não realizará o negócio.

### Comportamento volátil

O tema risco em empreendimentos tem sido objeto de diversos estudos no universo financeiro. Afinal, é uma questão fundamental para organizações como seguradoras e outras instituições financeiras voltadas a operações de investimento e crédito. A avaliação financeira do risco

está diretamente relacionada ao conceito de volatilidade – que é a variação de determinado componente da vida financeira da empresa além do esperado para seu comportamento normal.

O gráfico abaixo mostra duas linhas de faturamento – o planejado e o de risco – em função do tempo.



### Constrangimento financeiro

Como dá para notar por esse gráfico, as situações de risco são aquelas em que a linha de faturamento varia em relação à reta de faturamento planejado.

Quanto maior a instabilidade, maiores as chances de o faturamento, em determinados momentos, apresentar-se inferior ao pata-

mar esperado. Em conseqüência desse cenário instável, podem ocorrer situações de constrangimento financeiro, uma vez que representa queda inesperada de faturamento da empresa.

Como analisaremos posteriormente, momentos de alta inesperada no faturamento também podem ser prejudiciais à empresa.

A alta inesperada no faturamento da empresa em determinado momento pode acarretar redução repentina e acentuada de estoque – e, em casos extremos, a ausência de estoque resulta em desabastecimento de produtos.

É exatamente nesse ponto que a empresa pode arcar com prejuízos. A recomposição não planejada de estoques é um processo bastante custoso porque:

- A empresa não possui poder de barganha na negociação com fornecedores.
- Muitas vezes, o estoque deve ser financiado com empréstimos extremamente caros de curto prazo, o chamado *hot money*.

**Receitas inesperadas não apresentam consistência e raramente perduram. Assim, podem desaparecer em um futuro próximo, provocando redução de faturamento.**

## Avaliação de risco

Para avaliar como o risco pode afetar um negócio, devemos recorrer novamente à análise fundamentalista e verificar cada aspecto de um empreendimento separadamente. A seguir, estão listados os aspectos que serão descritos na seqüência:

- Risco operacional.
  - Volatilidade de receitas.
  - Volatilidade do preço do produto e da moeda.
  - Volatilidade do mercado.
  - Volatilidade de custos (matéria-prima, infra-estrutura de operação e salários).
- Risco de crédito.
- Risco político-soberano.
- Risco de força maior.

## Risco operacional

É aquele ligado à própria atividade da empresa. Inerente ao ramo do negócio, esse tipo de risco pode provocar prejuízos operacionais originados na perda de faturamento ou nos custos adicionais inesperados.



### **Volatilidade de receitas**

Como vimos, quanto mais volátil o faturamento de uma empresa, maior seu risco operacional, independentemente de a volatilidade ser negativa ou positiva. Ou seja, mesmo que ocasione aumento no faturamento, o risco pode crescer. A volatilidade – ou a oscilação no faturamento – pode ser proporcionada por variações no preço de seus produtos ou por variações em seu volume de vendas.

Essa variação inesperada gera insegurança ao processo de planejamento de longo prazo. Receitas inesperadas não apresentam consistência e raramente perduram.

Assim, podem desaparecer em um futuro próximo, provocando redução de faturamento além dos transtornos causados na administração do capital de giro.

Por outro lado, empresas que apresentam um histórico de faturamento com baixas taxas de crescimento traduzem para o administrador maior solidez e maior capacidade de planejar seu capital de giro baseada na previsibilidade da entrada de caixa.

Empresas mais sólidas, por sua vez, têm condições de tomar decisões mais agressivas de mercado, porque contam com o suporte de sua solidez operacional.

### **Volatilidade do preço do produto e da moeda**

As variáveis que afetam o comportamento dos preços dos produtos de uma empresa estão geralmente relacionadas a seu mercado de atuação. Dependem, em maior ou menor grau, da relação entre oferta e demanda de produtos.

De forma genérica, os preços dos produtos tendem a se comportar conforme dois grupos:

#### **1. Maior grau de incerteza**

Produtos commodities em mercados de grande concorrência – como café, soja, ouro e petróleo, entre outros – têm seus preços determi-

nados pelo mercado internacional. Os movimentos das grandes corporações ou os acordos comerciais de blocos econômicos que afetam a oferta e demanda desses produtos resultam num forte grau de incerteza e imprevisibilidade na projeção de seus preços.

Essa situação de instabilidade pode ser agravada quando a empresa exporta produtos para outros países. Nesse caso, a cotação internacional das moedas também irá afetar o preço em real dos produtos. Por fim, a variação real de preços no mercado interno adiciona outra variável de incerteza ao processo de análise.





### Exemplo

Suponha que o preço de um produto seja 10 dólares, e a cotação do dólar esteja de 1 para 1 – ou seja, 1 dólar equivale a 1 real.

Portanto, o preço é 10 reais.

Se o produto sofrer aumento de 10%, passará a custar 11 dólares (10 dólares + 10%).

Se a cotação do dólar também variar de 1 real para 1,10 real, o valor do produto, em nossa moeda, será de 12,10 reais (11 reais x 1,10 real). Repare que houve uma variação de 21% sobre seu valor original (10 reais), resultante da variação do dólar sobre a variação, em dólares, no preço do produto.

Portanto, empresas cuja política de preços é determinada por fatores externos à sua administração, sujeitos à oscilação do mercado, apresentam um risco intrínseco naturalmente mais alto.

### 2. Menor grau de incerteza

Empresas que apresentam maior controle sobre seu faturamento têm, certamente, maior grau de

**É importante notar que nenhuma empresa está imune ao risco. Em um mundo em constante mutação tecnológica, a dinâmica dos mercados desaparece da noite para o dia, afetando até mesmo as empresas consideradas mais sólidas, com séculos de reputação e estabilidade.**

previsibilidade de receitas. Elas podem atingir esse patamar se forem as únicas de um mercado ou se tiverem contratos de fornecimento com seus clientes com cláusulas específicas de reajuste de preços, entre outros fatores.

No entanto, é importante notar que nenhuma empresa está imune ao risco. Em um mundo em constante mutação tecnológica, a dinâmica dos mercados desaparece da noite para o dia, afetando até mesmo as empresas consideradas mais sólidas, com séculos de reputação e estabilidade.

### Volatilidade do mercado

Os fatores que determinam a variação de vendas de uma empresa podem ser internos ou externos à sua administração.

Quando a variação no volume de vendas não é planejada e decorre de um fator externo – como ingresso de um novo concorrente, contratempo na fábrica que paralise o processo de produção, greve de caminhoneiros –, o administrador financeiro deve tomar um cuidado maior na análise do evento.

É preciso verificar se o motivo da variação nas vendas ocorreu em virtude de um fator recorrente ou resultou de uma circunstância do acaso, e que, portanto, deve ser desconsiderada da análise.

A melhor maneira de avaliar o risco de variação do volume de vendas é por meio do cálculo do desvio padrão dessas vendas sobre a média do faturamento. Obtém-se, desse modo, a probabilidade de perdas e ganhos para a empresa. Como regra geral, quanto maior o desvio padrão, maior o risco.

### Exemplo

A empresa apresenta média de vendas mensal de 100 unidades, com variação média de 10 unidades. Portanto, o risco de perda ou ganho da empresa é de 10%, que pode ser expresso assim:

$$\text{Risco} = \frac{\text{Variação média}}{\text{Vendas médias}}$$

$$\text{Risco} = \frac{10}{100} = 10\%$$

### Duas tendências

Um maior grau de volatilidade histórica pode demonstrar que a empresa em questão:

- Está baseada em uma estrutura operacional de vendas instável, extremamente sujeita a fatores externos.
- Ou que seu corpo administrativo é demasiadamente ousado, incorporando essa característica à realidade dos negócios.

### Volatilidade de custos

Assim como o empreendedor precisa prestar atenção na avaliação do risco implícito nos componentes de preço de seus produtos, deve analisar o comportamento do mercado que determina os principais componentes de custo. Entre eles:

- matéria-prima;
- infra-estrutura de operação;
- salários.

#### • Matéria-prima

É ingrediente da cadeia produtiva, portanto as regras que se aplicam à avaliação da volatilidade sobre os produtos vendidos pela empresa são utilizadas na análise dos mercados de seus fornecedores.

Nesse caso, a empresa deve estar preparada para repassar os reajustes de preços de seus clientes a seus fornecedores, garantindo a margem de contribuição.

#### Exemplo

Imagine uma situação de risco grave: a empresa vende seu produ-



to commodity em um mercado extremamente competitivo, em que os preços são determinados pela demanda de seus consumidores. Se a empresa comprar as matérias-primas em um mercado concentrado nas mãos de poucos fornecedores, que estabelecem o preço das matérias-primas, o risco operacional será muito alto. Afinal, a determinação de sua margem de contribuição será integralmente estabelecida por fatores externos à sua administração.

Portanto, a solidez da diversidade de fornecedores é uma variável importante na redução do risco do negócio, porque diminui a volatilidade nos preços das matérias-primas e reduz os riscos de falta de suprimento de produtos.



#### • Infra-estrutura de operação

Um fator determinante na avaliação da implantação de um empreendimento está no estudo detalhado da infra-estrutura operacional presente na região. Afinal, uma infra-estrutura precária de operação inevitavelmente elevará a expectativa de risco operacional da empresa.

Para evitar riscos de abastecimento energético, problemas de transporte de mercadorias, de saneamento básico, entre outros contratemplos, é fundamental que a região onde se estabelece o projeto ofereça condições básicas para essa proteção. Em muitos casos, também se faz necessária a avaliação de uma estrutura-suporte de reserva, com usinas geradoras de energia, vias

alternativas de transporte ferroviário e rodoviário.

#### • Salários

Devido à extensa legislação trabalhista brasileira, é preciso avaliar detalhadamente a região para apurar variáveis como:

- Oferta de mão-de-obra qualificada.
- Relacionamento com os sindicatos, a fim de compor boas parcerias entre empregados e empregadores e reduzir a rotatividade de mão-de-obra.

Essas medidas ajudam a evitar os custos de desligamento e facilitam a formação de um quadro funcional qualificado e comprometido com o sucesso do negócio.

**Quanto maior a dívida sobre o patrimônio da empresa, maior o risco do credor e, conseqüentemente, maior o custo do empréstimo.**

### Risco de crédito

O conceito de crédito relaciona-se à percepção de credibilidade. Em outras palavras, é a capacidade de uma empresa, um indivíduo ou um governo de honrar seus compromissos firmados.

Assim, a avaliação de crédito concentra seus estudos na capacidade financeira de a empresa pagar as amortizações e os juros de suas respectivas obrigações financeiras contraídas em empréstimos e financiamentos.

A capacidade de crédito de qualquer instituição se traduz por seu fluxo de caixa positivo. Portanto, os principais fatores que deverão ser estudados na empresa são:

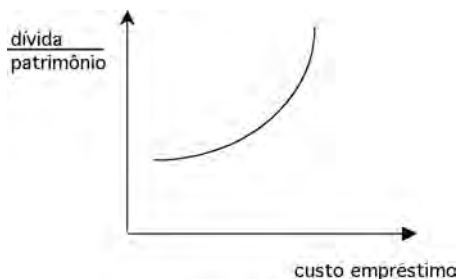
1. Nível de endividamento.
2. Capacidade de pagamento.

### 1. Nível de endividamento

Para calcular a capacidade financeira de uma empresa, analisa-se a proporção entre sua dívida total – contraída com terceiros – e o montante de capital próprio, comprometido pelos empreendedores ou os donos do negócio.

O princípio dessa análise se baseia no fato de que, se o empreendimento apresentar uma geração de caixa negativa, as dívidas terão de ser honradas pelo capital do dono da empresa.

Portanto, quanto maior a dívida sobre o patrimônio da empresa, maior o risco do credor e, conseqüentemente, maior o custo do empréstimo. É o que mostra o gráfico abaixo, que relaciona o custo do empréstimo e a dívida/patrimônio da empresa.



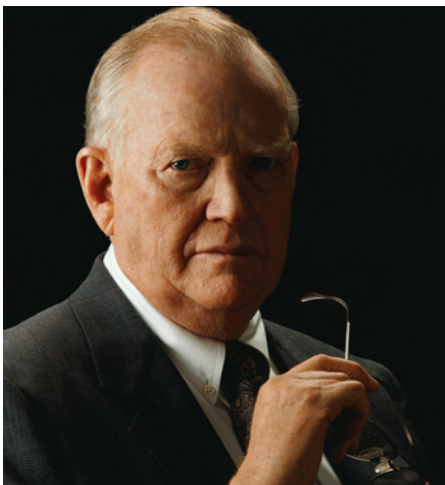
## 2. Capacidade de pagamento

Outro enfoque pode ser dado com base na seguinte comparação:

- Quantidade de dinheiro necessária para o pagamento da amortização das dívidas e respectivas taxas de juros.
- Capacidade de geração operacional de caixa do empreendimento.

### Exemplo

Uma empresa efetuou financiamento para aquisição de uma máquina. As prestações do financiamento são de 40 reais de amortização do empréstimo acrescidas de 5 reais de juros.



Se a geração operacional de caixa é de 200 reais, seu índice de cobertura financeira será calculado assim:

$$\text{R\$ 40,00} + \text{R\$ 5,00} = \text{R\$ 45,00}$$

(amortização + juros)

$$\text{Cobertura financeira} = \frac{\text{Amortização} + \text{Juros}}{\text{Geração de caixa}}$$

$$\text{Cobertura financeira} = \frac{\text{R\$ 45,00}}{\text{R\$ 200,00}} = \frac{0,225}{\text{ou}} = 22,5\%$$

Portanto, o peso do financiamento sobre a geração de caixa da empresa será de 22,5%.

### Liquidez

É outro tópico do risco de crédito. Além de analisar a concentração de capital de terceiros sobre o capital próprio e a cobertura financeira da geração de caixa da empresa, o analista de crédito deve se preocupar também com a capacidade de a empresa honrar seus compromissos de curto prazo, analisando a liquidez de seus ativos e passivos.

O índice mais utilizado nesse enfoque de análise é o da liquidez corrente. Baseia-se na comparação entre o saldo total de ativos e o de passivos de curto prazo.

Quando o índice é superior a 1, a empresa apresenta saldo positivo, o que colabora para a formação de superávit em seu capital de giro.

$$\text{Liquidez corrente} = \frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$$

### Exemplo

Uma empresa que possui o balanço patrimonial apresentado abaixo:

Ativo total	Saldo	Passivo total	Saldo
Ativo circulante	R\$ 25,00	Passivo circulante	R\$ 45,00
Ativo de longo prazo	R\$ 35,00	Passivo de longo prazo	R\$ 25,00
Imobilizado	R\$ 110,00	Patrimônio líquido	R\$ 100,00
<b>Total</b>	<b>R\$ 170,00</b>	<b>Total</b>	<b>R\$ 170,00</b>

Agora, vamos interpretar os dados mostrados acima. Lembre-se de que os ativos representam os direitos da empresa e os passivos, suas obrigações.

Portanto, a empresa citada como exemplo possui direitos a receber a curto prazo (ou seja, em um período inferior a um ano) de 25 reais e obrigações a pagar a curto prazo de 45 reais.

Conseqüentemente, seu índice de liquidez será assim calculado:

$$\text{Liquidez corrente} = \frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$$

$$\text{Liquidez corrente} = \frac{\text{R\$ 25,00}}{\text{R\$ 45,00}} = 0,55$$

Ou seja, os ativos de curto prazo cobrem um pouco mais da metade das obrigações no mesmo período. Certamente, a empresa em questão enfrentará dificuldades e terá de buscar financiamentos adicionais de capital de giro.

### **Risco político-soberano**

Após analisar todos os componentes de risco que envolvem um empreendimento e tomar as ações cabíveis para reduzi-los de forma a minimizar o risco global do negócio, descobre-se que ainda existe um tipo de risco intangível.

O chamado risco soberano independe do ramo de negócio ou do nível de alavancagem.

Corresponde ao risco apresentado por decisões tomadas pelo governo de qualquer país no que diz respeito à política econômica, monetária, cambial e fiscal, entre outras.

Essas medidas afetam todos os empreendimentos e podem representar o fracasso absoluto de qualquer negócio independentemente de seu tamanho, solidez etc.

Portanto, países que apresentam sistemas políticos estáveis, cujas regras econômicas não mudam constantemente, são premiados pelos empreendedores internacionais por representar regiões mais seguras para se montar um empreendimento.

**O chamado risco soberano independe do ramo de negócio ou do nível de alavancagem. Corresponde ao risco apresentado por decisões tomadas pelo governo de qualquer país.**

### **Risco de força maior**

Além dos riscos mensuráveis, consequência de ações humanas (governantes, agentes do mercado ou os próprios administradores das empresas), existe aquele grupo de risco que simplesmente não está sob o controle humano. Resulta do acaso e da própria ação da natureza, como terremotos, furacões e tempestades.

A avaliação é efetuada por modelos estatísticos extremamente complexos, utilizados principalmente para verificar o efeito das variações climáticas sobre a produção agrícola. No entanto, apesar da alta sofisticação dos modelos, as catástrofes naturais causam prejuízos à economia de diversos países.



## A hora do retorno

Qual o retorno necessário para cada patamar de risco de um empreendimento?

Tradicionalmente, o modelo mais utilizado pelos mercados financeiros internacionais para a avaliação do retorno necessário de um empreendimento para a cobertura de seu respectivo risco é o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* – ou modelo de precificação de ativos. Pelo CAPM, o retorno necessário para se investir em determinado empreendimento é formado por dois componentes básicos:

- Retorno de um investimento livre de risco.
- Retorno de um investimento adicionado do risco do empreendimento.

### Retorno de um investimento livre de risco

Um indivíduo ou uma empresa, caracterizados aqui como investidores, investe seu capital em um empreendimento – seja em forma

de dívida ou de investimento como sócio do negócio.

Esse investidor vai exigir uma taxa de retorno referente ao custo de oportunidade do dinheiro. Ele deseja uma remuneração pelo simples fato de estar se privando de seu capital durante o prazo do investimento. Afinal, o dinheiro dele foi colocado à disposição do negócio. Podemos interpretar essa relação como aluguel de capital. Essa remuneração é uma taxa a ser cobrada independentemente do risco do negócio. Ou seja, mesmo que o negócio tenha risco zero, a taxa continua a existir e sua denominação técnica é **kf**.



Na prática, essa teoria foi formulada para ser utilizada por qualquer empreendedor. Portanto, a avaliação de oportunidade de investimentos disponíveis deve ser encarada de forma internacional. No mundo moderno, os investidores detêm o livre-arbítrio de investir em atividades legais em qualquer lugar do planeta.

Em perspectiva global, os investimentos menos arriscados teriam sua taxa de risco muito próxima de, ou praticamente, zero.

### Exemplo

Muitas vezes se lê nos jornais ou se ouvem comentários de que o risco do Brasil atingiu 1.200 pontos ou 500 pontos etc. Do que esses analistas estão falando?

No mercado financeiro internacional, criou-se uma convenção de que o investimento menos arriscado no mundo seriam os títulos da dívida do governo norte-americano. Portanto, os retornos proporcionados por esses títulos representariam o marco zero.

**Quanto maior a dificuldade de mensurar o risco do negócio, maior o valor da informação. O investidor que detiver a melhor estrutura de análise certamente levará vantagem na determinação do valor adequado de um investimento.**

O risco zero do título do governo norte-americano é equivalente a um juro de cerca de 2% ao ano, o que equivale a 200 pontos, uma vez que se deve multiplicar a taxa por 100 para obter a pontuação. Como é calculado o risco do Brasil? Tomando como referência o título do governo norte-americano (risco zero de 200 pontos), basta compará-lo com o retorno dado pelos títulos do governo brasileiro pagos em dólar no mesmo período. Esse retorno representa exatamente a taxa de juros que os investidores do mundo estão dispostos a receber para correr o risco de emprestar dinheiro ao Brasil.

Se os títulos em dólar do governo brasileiro pagam juros de, por exemplo, 4% ao ano, isso equivale a 400 pontos. Em relação ao risco zero do governo norte-americano, o risco-Brasil é de 200 pontos (400 pontos – 200 pontos = 200 pontos). Sempre se deve deduzir o número de pontos do governo norte-americano para saber o risco relativo de nosso investimento.

### **Retorno de um investimento adicionado do risco do empreendimento**

Essa é a etapa mais difícil e complexa do processo de avaliação de um investimento em qualquer lugar do mundo, uma vez que as medidas de avaliação do risco do negócio não são exatamente precisas, como podemos observar na análise fundamentalista feita anteriormente.

Os melhores especialistas internacionais divergem em muitos aspectos da composição do risco empresarial, principalmente para empresas de capital fechado, nos quais o

capital de seus sócios não está cotado ou avaliado pelo mercado financeiro na Bolsa de Valores. É exatamente nesse campo cinzento da avaliação de uma empresa que residem as melhores oportunidades de negócio.

Em outras palavras, quanto maior a dificuldade de mensurar o risco do negócio, maior o valor da informação. O investidor que detiver a melhor estrutura de análise certamente levará vantagem na determinação do valor adequado de um investimento.



**Suponha que o retorno médio das ações de empresas de aviação nas Bolsas de Valores foi de 30% ao ano. Podemos adotar essa média como um padrão para determinar qual o retorno desejado pelos investidores para investir numa empresa de aviação específica.**

De forma genérica, o consenso dessa teoria é de que, para um investidor aceitar o risco de investir em determinado empreendimento, é necessário que o negócio proporcione um prêmio (**Ke**) ao retorno do investidor, que deverá ser adicionado à taxa livre de risco.

$$\text{RTE} = \text{Kf} + \text{Ke}$$

**RTE** = retorno total do empreendimento

**Kf** = retorno para um investimento com risco zero

**Ke** = prêmio pelo risco

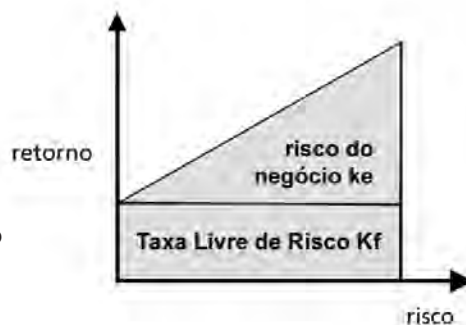
Muitas vezes, o mercado financeiro se utiliza das comparações para determinar o retorno ideal para certo empreendimento.

#### Exemplo

Suponha que o retorno médio das ações de empresas de aviação nas Bolsas de Valores foi de 30% ao ano. Podemos adotar essa média como um padrão para determinar qual o retorno desejado pelos investidores para investir numa empresa de aviação específica.

Para isso, basta adicionar à média os riscos específicos da empresa em questão que não são encontrados em outras do mercado.

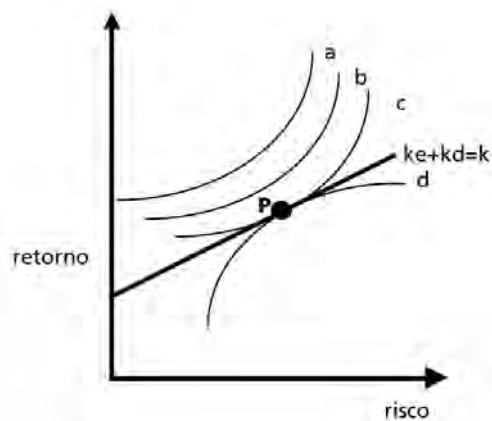
Novamente relembramos a lei máxima: quanto maior o risco, maior o retorno.



No gráfico anterior, observamos como se comporta a equação risco x retorno.

Repare que a taxa livre de risco  $K_f$  será a mesma independentemente do risco, porque não está relacionada a esse fator.

Agora, a taxa de retorno referente ao risco do negócio  $k_e$  é crescente e diretamente proporcional ao risco oferecido.



Veja que esse gráfico relaciona as variáveis risco e retorno. Vamos analisar cada uma das linhas.

Se lembrarmos o início deste capítulo, logo perceberemos que as curvas **a**, **b** e **c** demonstram a relação pessoal de diversos investidores entre o risco desejado e o retorno necessário para realizar determinado investimento.

### Ponto de equilíbrio

Como encontramos o equilíbrio desse mercado? Ou seja, quando um investidor irá decidir realmente investir num negócio?

Vamos tentar responder a essa questão a começar pela análise do gráfico a seguir.



Já a curva **d** representa uma fronteira natural do mercado de investimentos. Em outras palavras, é a melhor relação risco-retorno proporcionada pelos diversos empreendimentos no mercado.

Em **d** percebe-se que alguns investimentos apresentam retorno cada vez maior quanto maior o risco apresentado.

Por outro lado, ao aprofundar a análise de investimentos mais arriscados, nota-se que, a partir de certo ponto, o retorno não cresce na mesma proporção que o risco,

o que torna o investimento indesejado. Essa é a chamada curva da eficiência máxima de mercado.

A reta **k** é a linha teórica CAPM, na qual a taxa livre de risco **kf** é somada à taxa prêmio **ke**.

### Ponto P

Neste momento, você já deve estar desconfiado do papel do ponto **P** nesta história.

O ponto **P** representa uma alternativa de negócio que se localiza exatamente na linha-fronteira da eficiência **d**, que encontra a



curva de aversão ao risco do investidor **c**.

Conseqüentemente, esse é o equilíbrio do mercado.

Em **P** ocorre a confluência da preferência do investidor **c** com o investimento que atenda a seu medo de se expor ao risco, com uma taxa de retorno justa.

Obviamente, é nesse ponto que baseamos o equilíbrio da reta CAPM.



### **O que você viu no capítulo 5**

- 1** > Como a alta inesperada no faturamento pode acarretar problemas à empresa.
- 2** > O procedimento para avaliar as variáveis que compõem as situações de risco.
- 3** > O cálculo do retorno necessário ao risco do empreendimento.
- 4** > O ponto de equilíbrio do mercado entre risco e retorno.

## 6 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

O que significa avaliar uma empresa? Em quais momentos é preciso realizar a avaliação? Como calcular o valor total de um negócio?

A avaliação de um bem, um ativo, um negócio ou uma empresa é uma tentativa de expressar o quanto vale, no momento presente, o objeto que está sendo avaliado.

Instintivamente, qualquer indivíduo, ao avaliar determinado objeto, procura quantificar quais benefícios presentes e futuros serão gerados pelo fato de adquiri-lo. E, conseqüentemente, quanto está disposto a pagar para ser dono de tal objeto. O procedimento utilizado na avaliação empresarial parte do mesmo princípio e busca quantificar o valor presente de uma empresa, tendo em vista o benefício que ela poderá proporcionar ao investidor que pretende adquiri-la.

Em termos financeiros, todo benefício a ser proporcionado pela empresa é traduzido por sua capacidade de geração de caixa futuro subtraído do pagamento de dívidas e impostos.

De forma genérica, pode-se afirmar que toda riqueza gerada pela empresa por meio da venda de seus produtos – traduzida por sua geração de caixa – será destinada:

- ao pagamento de impostos;
- ao pagamento de suas dívidas com terceiros;
- aos acionistas.

### Destino da geração do caixa empresarial





## Fatores decisivos

Como a capacidade de geração de caixa é dada pelas características operacionais típicas da empresa, os objetivos do acionista são:

- Aumentar ao máximo a eficiência fiscal do negócio, reduzindo sua carga tributária, obviamente dentro dos limites da lei.
- Otimizar a utilização do capital de terceiros de acordo com as estratégias de alavancagem financeira já abordadas neste livro.

Conforme o tema já estudado sobre a decisão de pagamento de dividendos em um empreendimento, é importante notar que essa decisão varia de acordo com o estágio de vida da empresa. Relembrando: *Star* (alta taxa de crescimento de lucros), *Cash cow* (geração de caixa consolidada e estável) e *Dog* (declínio de resultados). A avaliação de um empreendimento muda segundo cada fase, variando em função da expectativa de geração de caixa, do lucro e,



conseqüentemente, dos dividendos futuros da empresa.

Outro fator de extrema importância é o custo do capital do negócio – como foi visto anteriormente, ele varia na medida do horizonte de prazo do investimento e do risco do investidor (empreendedor) ser ou não bem-sucedido na empreitada.

## Modalidades diversas

A avaliação de empresas é realizada de modos distintos segundo o objetivo. Ela pode ser:

- pelo valor contábil;
- pelo valor de liquidação;
- pelo valor de fluxo descontado.

### Avaliação pelo valor contábil

Esse método utiliza as regras fiscais e da legislação societária para determinar o valor de um empreendimento expresso em seu balanço patrimonial.

Essa avaliação é o resultado de cálculos contábeis que atendem a normas rígidas e a legislação fiscal para fins de cálculo dos impostos a serem pagos pela empresa e por seus acionistas.

<b>Balanço patrimonial</b>			
<b>Ativos totais</b>	<b>R\$ 140,00</b>	<b>Passivos totais</b>	<b>R\$ 140,00</b>
<b>Ativo de curto prazo</b>	<b>R\$ 25,00</b>	<b>Passivo de curto prazo</b>	<b>R\$ 50,00</b>
Contas a receber	R\$ 10,00	Fornecedores	R\$ 15,00
Estoques	R\$ 15,00	Dívidas	R\$ 15,00
<b>Ativo de longo prazo</b>	<b>R\$ 65,00</b>	Impostos	R\$ 10,00
Créditos	R\$ 25,00	<b>Passivo de longo prazo</b>	<b>R\$ 25,00</b>
Direitos	R\$ 35,00	Financiamentos	R\$ 35,00
Outros	R\$ 5,00	<b>Patrimônio líquido</b>	<b>R\$ 55,00</b>
<b>Ativo fixo</b>	<b>R\$ 50,00</b>	Capital	R\$ 25,00
Imóveis	R\$ 20,00	Reservas	R\$ 15,00
Investimentos	R\$ 30,00	Lucro acumulado	R\$ 15,00

### Interpretação de dados

Como mostra a tabela acima, o balanço patrimonial apresenta à esquerda os bens e direitos da empresa – os ativos –, divididos conforme o respectivo prazo de liquidação. Do lado direito, estão organizadas as obrigações da empresa para com terceiros – os

passivos. As obrigações da empresa para com seus proprietários estão agrupadas no patrimônio líquido. Genericamente, os passivos agrupam as fontes de financiamento da empresa, ou seja, as obrigações futuras a pagar a terceiros que viabilizam a atividade operacional do empreendimento.

Por exemplo, a conta de fornecedores a pagar caracteriza uma dívida da empresa para com seus fornecedores, que emprestaram matéria-prima ao início das operações sem que o dono do negócio tivesse de pagá-la à vista. Outro exemplo: a conta de salários a pagar representa uma dívida da empresa para com seus funcionários, que emprestaram a força de trabalho para o funcionamento dos negócios sem o dono da empresa ter de pagar à vista por isso. Além desses formatos de financiamento indireto com mercadorias ou força de trabalho, a empresa também utiliza financiamentos diretos com instituições financeiras em troca de caixa para viabilizar os pagamentos que precisam ser realizados à vista.

Do lado esquerdo do balanço patrimonial, o ativo agrupa o portfólio de investimentos que viabilizam a empresa. Ou seja, por meio dos recursos obtidos com os financiamentos descritos no passivo, a empresa levantou uma quantia de

recursos financeiros que serão investidos nos ativos para que a empresa possa operar.

De posse dos recursos financiados pelos passivos, a organização pode investir da forma mais eficiente possível em:

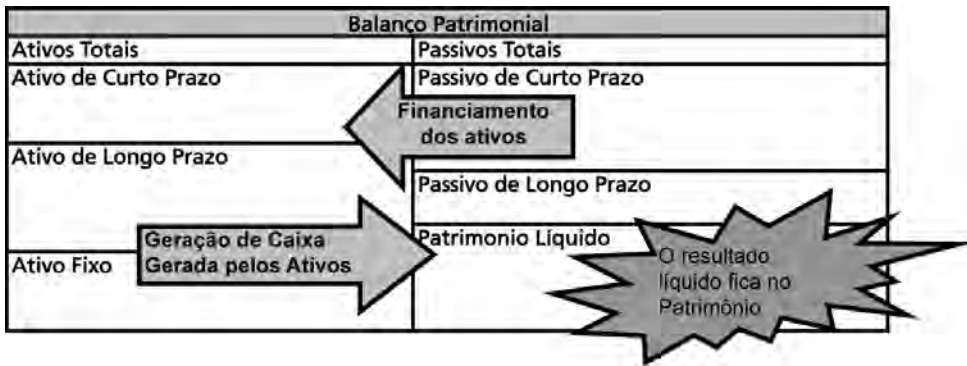
- Estoques: produtos e materiais.
- Imobilizados: frota de carros, edifícios, computadores etc.
- Contas a receber: investimento no financiamento de clientes.
- Aplicações financeiras: aplicações para rentabilizar o caixa.
- Investimentos: compra de outras empresas, filiais ou coligadas etc.



**Investimento nos ativos**

A habilidade do administrador financeiro está em alocar os investimentos nos ativos da forma mais eficiente possível. Esses ativos devem proporcionar lucro ou gera-

ção de caixa suficientes para pagar os passivos e ainda sobrar recursos para remunerar o patrimônio líquido, no qual estão registradas as dívidas da empresa para com seus proprietários.



**Patrimônio líquido**

O patrimônio líquido é formado por um grupo de contas que registram a relação entre os proprietários e a empresa.

De acordo com a característica dessa relação, existe uma conta específica para registrar:

• **Capital**

Na conta de capital estão registrados todos os recursos aportados ou, no jargão contábil, os recursos

integralizados na empresa por seus acionistas.

Sua natureza pode ser diversa. São integralizações de recursos financeiros em caixa, ativos – como imóveis e veículos –, direitos, títulos financeiros ou até mesmo compromisso de trabalho futuro, marcas, patentes, entre outros.

Em resumo, pode ser qualquer bem que possa ser traduzido para a empresa como um novo ativo que agregue valor ao negócio.

### • Reservas

As reservas de capital são contas para adequar o valor do patrimônio líquido o mais próximo possível a sua realidade financeira, ajustando eventos como reavaliação de ativos ou correção monetária provocada pelos efeitos da inflação sobre os ativos da empresa.

### • Lucros acumulados

Essa conta registra os valores correspondentes aos lucros ainda não distribuídos como dividendos por decisão dos donos da empresa, que optaram por reservar parte deles para um projeto futuro. Portanto, os lucros acumulados representam uma dívida da empresa para com seus acionistas pelos resultados que não foram distribuídos.

### Valor da empresa

Afinal, qual o valor da empresa pelo método contábil?  
Como os ativos representam todos os bens da empresa e o patrimônio líquido representa a quantia a ser paga aos acionistas após o paga-

mento dos passivos, o valor contábil da empresa para o acionista é exatamente o saldo registrado na contabilidade para o valor total do patrimônio líquido.

Por outro lado, pelo que foi visto até o momento com relação ao processo de avaliação empresarial, podem-se identificar algumas falhas na avaliação pelo método contábil. Três delas são:

- Não registra o valor referente à expectativa de fluxo de caixa futuro do empreendimento.
- Não registra o valor de mercado dos ativos, ou seja, o valor real da frota de veículos, dos estoques etc. Registra apenas os valores contabilizados, conforme as normas rígidas da contabilidade.
- Não registra o valor de mercado do endividamento. Ou seja, se a empresa optar por pagar à vista suas dívidas, obviamente obterá um desconto correspondente à taxa de juros do mercado.

## Avaliação pelo valor de liquidação

Esse método de avaliação é utilizado com base na premissa de que a empresa deixará de existir e responde ao seguinte: se for liquidada, qual será o valor remanescente do patrimônio líquido?

Pode ser usado em duas situações:

- A empresa realmente se encontra em processo de liquidação e, por isso, não registrará nenhum fluxo de caixa futuro a ser apropriado. Portanto, não haverá criação de valor futuro para o negócio.
- Na avaliação por um empreendedor para aquisição, esse método pode ser usado como forma conservadora de mensurar o negócio, comparando-se o preço ofertado de aquisição da empresa com o preço pelo método de liquidação. Quanto mais próximos forem os dois preços, mais atrativo será o negócio, porque não está sendo considerada a capacidade de geração de caixa futuro da empresa.



O cálculo do valor de liquidação parte do mesmo raciocínio do método contábil: o valor dos ativos deve ser deduzido do valor dos passivos para se determinar o valor do patrimônio líquido.

A diferença é que a referência para a determinação do valor dos ativos e do valor dos passivos não se origina do valor contábil, mas do valor de mercado dos mesmos. O avaliador realiza cotação no mercado para a venda dos ativos: estoques, imóveis, máquinas, títulos etc. O mesmo processo é realizado com os passivos, por meio da negociação com os credores, para determinar o valor de quitação à vista dos passivos, denominado valor de mercado dos passivos.

Em alguns casos, os passivos já são negociados no mercado, quando seus títulos são revendidos a terceiros e repassados consecutivamente. Nessa hipótese, basta a empresa recomprar seus títulos no mercado para posteriormente cancelá-los. Calculados os valores de mercado de ativos e passivos, apura-se o valor de mercado do restante do patrimônio líquido após o processo de liquidação.

$$VL = VMA - VMP$$

VL = Valor de liquidação

VMA = Valor de mercado dos ativos

VMP = Valor de mercado dos passivos

### **Avaliação pelo valor de fluxo descontado**

Como vimos, os métodos contábil e de liquidação apresentam limitações distintas e ambos pecam por não considerar a capacidade de a empresa criar valor no futuro, que é a ferramenta fundamental para a determinação do valor de um empreendimento.

No método de fluxo descontado, o foco principal da análise está no futuro. A análise baseia-se na capacidade de criar riqueza futura para seus proprietários. O método utiliza duas vertentes: o modelo de desconto de dividendos e o modelo de fluxo de caixa descontado. Objetivamente, os dois métodos geram o mesmo resultado, uma vez que se baseiam na projeção do fluxo de caixa futuro da empresa. O método do desconto de dividendos utiliza um fluxo de caixa completo, calculando ano a ano o dividendo a ser pago ao acionista. Já o método do fluxo de caixa descontado usa a projeção do fluxo de caixa operacional para, posteriormente, abater a dívida e o Imposto de Renda e, finalmente, determinar quanto sobra ao acionista. Outra diferença fundamental entre os dois métodos é a taxa de desconto para calcular o valor presente dos dividendos a serem pagos no futuro ou o valor presente dos fluxos de caixa realizados pela empresa no futuro.

No caso do modelo de dividendos descontados, utiliza-se a taxa de custo do capital para o dono da empresa, já que o dividendo é um recurso destinado diretamente ao dono do negócio. A taxa usada é exatamente a que foi calculada no modelo de CAPM do capítulo 5 – “Risco e retorno”.

Para o método do fluxo de caixa descontado, utiliza-se uma taxa mais ampla, pois o fluxo de recursos será usado para pagar as dívidas, os impostos e, finalmente, os acionistas. Portanto, a teoria financeira emprega uma taxa de desconto que representa a média ponderada entre a taxa do CAPM (que



remunera o dono da empresa) e a taxa de juros paga nas dívidas da empresa, uma vez que esta é a taxa que remunera o credor.

Apesar de serem mais completos, ricos em informações estratégicas para o processo de negociação da compra ou para a realização de um empreendimento novo, os modelos de fluxos descontados são extremamente complexos. São utilizados, em geral, apenas por corporações de grande porte, para as quais detalhes do processo de negociação podem significar ganhos ou perdas de milhões de reais.

Nesse caso, a negociação de compra ou venda de uma grande empresa justifica a contratação de equipes de consultores e advogados especializados em avaliação empresarial.

Para a grande maioria dos negócios de pequeno e médio portes – bem como para a avaliação de imóveis e máquinas, entre outros –, costuma ser suficiente utilizar os modelos de avaliação relativa, descritos a seguir.



## Modelos de avaliação relativa

São utilizados principalmente em duas situações:

- Quando não existem informações disponíveis para montar um modelo de fluxo descontado.
- Quando as informações existentes não são confiáveis.

Esse modelo é aplicado em larga escala por sua praticidade e seu baixo custo. Por outro lado, a pobreza de detalhes aumenta o risco implícito no processo de avaliação. O princípio da avaliação relativa se baseia na essência do processo de avaliação de um objeto qualquer – ou seja, qual o valor justo a ser pago por determinado objeto para se obter benefício futuro. O método utiliza-se da comparação entre objetos iguais –

ou com as mesmas características – para criar uma relação-padrão entre o valor e o benefício.

### Exemplo

Na compra de um imóvel, o benefício imediato que se recebe em troca é o usufruto da metragem quadrada do bem adquirido. Portanto, se um imóvel de 100 m<sup>2</sup> foi adquirido por 100 mil reais, o preço pago por m<sup>2</sup> foi de mil reais. Assim um investidor que adquirir um imóvel de 120 m<sup>2</sup> na mesma região, com características similares, vai utilizar essa base relativa para calcular o valor. Se o m<sup>2</sup> custa mil reais, o imóvel de 120m<sup>2</sup> custará 120 mil reais.

O método relativo pode ser mais sofisticado, criando faixas de valor relativo para imóveis com características diferentes. Por exemplo:

Bairro	Nº dorm.	Área de lazer	Preço m <sup>2</sup>
A	1	não	R\$ 100,00
B	2	sim	R\$ 150,00
C	1	sim	R\$ 130,00

Assim, o método relativo pode ser adaptado às características específicas do objeto adquirido.

No caso da compra de empresas, o benefício imediato ao acionista é o dividendo ou o fluxo de caixa.

Determinadas empresas, no entanto, podem apresentar distorções não recorrentes, que afetam o dividendo ou o fluxo de caixa de um respectivo ano, como a venda de um imóvel, incêndio etc. Portanto, certos administradores preferem adotar como base de comparação para a avaliação relativa de um negócio o lucro antes de deduzir as despesas – entre elas, as de depreciação (despesa que não representa saída de caixa) e dos impostos, dos juros e das amortizações de dívidas e efeitos não operacionais. Resta, assim, apenas a geração de caixa referente à atividade operacional. A sigla para denominar essa geração operacional de caixa é EBITDA (em inglês, *Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization*). Em alguns casos, a contabilidade não apresenta números confiáveis,

e a melhor estimativa da capacidade de geração de caixa de um empreendimento é o próprio faturamento – desde que se assuma que o padrão de rentabilidade é aproximadamente o mesmo para empresas do mesmo setor.

Em outros casos, o nível de informalidade dos negócios é tão grande que há dificuldade até mesmo para obter um valor de faturamento confiável. Se assim for, utilizam-se as unidades de venda da empresa que são a essência de sua capacidade de faturamento. Por exemplo, a capacidade de produção em toneladas, em número de cabeças de gado, em Mhw de energia vendida para uma empresa de energia elétrica e assim por diante.

### Exemplo

Vamos proceder à avaliação relativa de uma empresa. A empresária Maria Anita pretende vender sua fábrica Super Fashion à banqueira Andréa. Após uma árdua negociação, chegaram ao valor de 1 milhão de reais.

## Dados relativos à fábrica Super Fashion

	Valor anual	Avaliação relativa*
Lucro	R\$ 200.000,00	5 vezes
Dividendos	R\$ 25.000,00	40 vezes
Geração de caixa	R\$ 250.000,00	4 vezes
EBITDA	R\$ 225.000,00	4,44 vezes
Faturamento	R\$ 500.000,00	2 vezes
Capacidade de produção	1.000 toneladas	R\$ 1.000,00 por tonelada

\* O índice de avaliação relativa é obtido dividindo-se o valor da empresa pelos valores de referência de lucro, faturamento, dividendo etc.

Os parâmetros da negociação foram: 5 vezes o lucro anual; 40 vezes o dividendo anual; 4 vezes a geração de caixa; 4,44 vezes o EBITDA; 2 vezes o faturamento; e 1.000 reais para cada tonelada de capacidade de produção.

Caso, por exemplo, os sócios Roberto e Walter decidam vender sua fábrica Super Moda – pertencente ao mesmo setor da Super Fashion – para os megaespeculadores Eduardo e Fátima, poderão utilizar os valores de referência da compra da Super Fashion para orientar a negociação. Se a Super Moda apresentar os dados a seguir, estes serão os possíveis valores de negociação, usando a referência da compra da Super Fashion:

cente ao mesmo setor da Super Fashion – para os megaespeculadores Eduardo e Fátima, poderão utilizar os valores de referência da compra da Super Fashion para orientar a negociação. Se a Super Moda apresentar os dados a seguir, estes serão os possíveis valores de negociação, usando a referência da compra da Super Fashion:

	Valor anual	Referência*	Valor**
Lucro	R\$ 100.000,00	5 vezes	R\$ 500.000,00
Dividendos	R\$ 5.000,00	40 vezes	R\$ 200.000,00
Geração de caixa	R\$ 200.000,00	4 vezes	R\$ 800.000,00
EBITDA	R\$ 210.000,00	4,44 vezes	R\$ 933.333,00
Faturamento	R\$ 300.000,00	2 vezes	R\$ 600.000,00
Cap. de produção	800 toneladas	R\$ 1.000,00/t	R\$ 800.000,00

\* Em relação à negociação da fábrica Super Fashion.

\*\* Valor de negociação da Super Moda com base nos índices relativos.

Percebe-se que, ao utilizar os valores de referência da compra da Super Fashion, a empresa Super Moda deveria ser vendida por 500 mil reais se fosse utilizado o múltiplo de 5 vezes o lucro; 200 mil reais se fossem usados os dividendos; 800 mil reais caso a referência fosse a geração de caixa etc.

Cada negociador opta por conduzir a negociação com o parâmetro que maximiza seu lado da operação. No exemplo, Walter e Roberto, que são vendedores, optariam pelas referências da geração de caixa, do EBITDA e da capacidade de produção, porque elas produzem maiores valores relativos.

Já Fátima e Eduardo tentariam contra-argumentar com as referências de dividendos, lucro e faturamento, que colocam o preço do negócio para baixo.

Finalmente, conforme a capacidade de argumentação, a existência de outros interessados ou a situação de mercado, o valor final tenderia para um patamar próximo da média dos valores relativos.



### Direitos contingentes

Estabelecido o preço-base para a compra de determinado empreendimento, as partes firmam um memorando de intenções ou um compromisso de compra e venda com as bases da negociação.

Usualmente, o preço acordado pela

negociação ainda poderá estar sujeito a alguns ajustes.

Acordado o processo de negociação, dá-se início à auditoria para identificar eventuais passivos e direitos não inclusos nos balanços, ou ações judiciais que possam ocorrer como consequência de operações passadas da empresa, problemas fiscais e trabalhistas, entre outros. Muitas empresas decidem por reter parte do valor referente à compra por um período que, por vezes, pode chegar a alguns anos, até que todas as dúvidas referentes a essas contingências – e que podem afetar o valor da negociação – possam ser eliminadas.



### ***O que você viu no capítulo 6***

- 1** > Os fatores que influem decisivamente na avaliação de uma empresa.
- 2** > Modelos de avaliação pelo valor contábil, de liquidação e de fluxo descontado.
- 3** > As situações nas quais se usam modelos de avaliação relativa.

## 7 O CAIXA É REI

Para finalizar o tema finanças, tenha em mente que teorias, políticas e decisões financeiras são meios para atingir um fim maior: a missão empresarial.

O estudo das finanças empresariais pode parecer bastante complexo, repleto de fórmulas e estruturas jurídicas complicadas. Porém, a base do raciocínio financeiro já faz parte do ser humano e baseia-se no pensamento fundamentalista.

Apesar dos modelos complexos que são criados e de todas as novas teorias, o objetivo central das finanças empresariais, tomando por base o fundamentalismo, é o de orientar as ações de uma empresa com os seguintes objetivos:

- **Receita maior do que a despesa**

Produtos, projetos, serviços, por mais nobres que sejam, só se materializam e se justificam se a

**Para analisar qualquer situação, utilize a análise fundamentalista, questione e, se preciso, derrube os mitos. Na prática, nenhum problema pode ser real se não passar pelo teste do “e daí?”.**

sociedade está disposta a pagar por eles um preço superior aos custos necessários para sua elaboração.

- **Foco na geração de caixa**

A estabilidade financeira depende da existência de um caixa suficiente para pagar os passivos. O valor de um empreendimento somente apresenta taxa de crescimento positiva se a geração de caixa é superavitária.

- **Ações para a criação de valor**

Empreendedores tendem a almejar projetos fantásticos ao mesmo

tempo que a sociedade é vista como carente de produtos ou serviços. Do ponto de vista financeiro, no entanto, qualquer ação de uma empresa deve ser avaliada com base na perspectiva de criação de valor ou geração de caixa para os donos do empreendimento.

### E daí?

Para analisar qualquer situação, utilize a análise fundamentalista, questione e, se preciso, derrube os mitos. Na prática, nenhum problema pode ser real se não passar pelo teste do “e daí?”. Sempre que aparecer um questionamento empresarial ou uma decisão urgente a ser tomada, procure se perguntar “e daí?”. Devemos ter em mente que nosso empreendimento, negócio, produto ou serviço será avaliado comparativamente com as diversas opções de investimento presentes no mercado. Se houver uma opção melhor em termos de rentabilidade diante

dos respectivos riscos, nosso projeto deve ser abandonado. Outro conselho de grande valia é a atenção para o fato de que as teorias, as políticas e as decisões financeiras são apenas meios para atingir um fim maior, que é a própria missão empresarial. Não deixe que as avaliações financeiras e os modelos sejam um “fim” em si próprios. Sem caixa, não há empresa nem missão. Portanto, lembre sempre: “Cash is king” ou “O caixa é rei”.



## SOBRE O AUTOR

### Roberto Dotta Filho

Graduado e mestre em Administração de Empresas, foi auditor, analista de Mercado de Capitais e administrador de Fundos de Investimento em empresas como Price Waterhouse, Unibanco, Indosuez Capital e Tudor Asset Management. Atualmente, é diretor da *boutique* de investimentos Petroinvesty, responsável pela estruturação de projetos de Venture Capital, M&A e Project Finance. Foi professor assistente de Contabilidade e Finanças na Fundação Getúlio Vargas (SP) e professor da Universidade São Judas Tadeu (SP).



## SAIBA MAIS

**Administração Financeira.** Jeff Madura e Lawrence J. Gitman, Editora Pearson Brasil, 2003.

**Administração Financeira.** Louis C. Gapenski, Eugene F. Brigham e Michael C. Ehrhardt, Editora Atlas, 2001.

**Análise Financeira de Balanços.** Dante C. Matarazzo, Editora Atlas, 2003.

**Analysis for Financial Management.** Robert C. Higgins, Editora McGraw-Hill Professi, 2005.

**Principles of Corporate Finance.** Franklin Allen, Richard A. Brealey e Stewart C. Myers, Editora McGraw-Hill Professi, 2005.

**The Analysis and Use of Financial Statements.** Awsinpaul C. Sondhi, Dov Fried e Gerald I. White, Editora IE-Wiley, 2002.

**Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies.** Tim Koller, Marc Goedhart e David Wessels, Editora John Wiley, 2005.



**EDITORES**

Domingo Alzugaray  
Cátia Alzugaray

**DIRETOR EXECUTIVO**

Carlos Alzugaray



**Diretor Editorial:** Carlos José Marques  
**Operações:** Diretor – Gregorio França  
**Circulação:** Gerente – Leandro Stocco  
**Marketing:** Gerente Geral – Patrícia Augusto Corrêa  
**Serviços Gráficos:** Gerente Industrial – João Cesar Maciel

**COLEÇÃO**

**GESTÃO EMPRESARIAL**

© 2006 Gold Editora Ltda., São Paulo (Brasil) – 1ª Edição  
Todos os direitos reservados.

**Redação:** Roberto Dotta Filho

**Edição:** Sergio Yamasaki

**Arte:** Agenor Jorge

**Iconografia:** Paula Gonçalves

**Revisão:** Adriana Dalla Ono

**Fotos:** Photodisc

ISBN da obra: 85-7368-854-8  
ISBN deste volume: 85-7368-858-0

**COMERCIALIZAÇÃO**

Três Comércio de Publicações Ltda.  
Rua William Speers, 1.212 – São Paulo – SP – Brasil

**DISTRIBUIÇÃO EXCLUSIVA EM BANCAS PARA TODO O BRASIL**

Fernando Chinaglia Distribuidora S.A.  
Rua Teodoro da Silva, 907 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil

**IMPRESSÃO**

Editora Três Ltda.  
Rodovia Anhanguera, km 32,5 – Cajamar – SP – Brasil



**Cuidamos dos  
investimentos  
da sua Empresa  
como se fossem  
nossos.**

**No BB, sua Empresa conta com completo  
portfólio de investimentos para aplicar os recursos  
disponíveis com rentabilidade e toda segurança.**

Invista com a melhor proteção do mercado e  
a solidez do Banco do Brasil.

O tempo  
todo com  
**VOCÊ**

