

ENTREVISTA: FELIPE MIRANDA, DA EMPIRICUS, FAZ PROJEÇÕES PARA 2016

RI

RELAÇÕES COM INVESTIDORES

O DILEMA DA LIQUIDEZ DE CAIXA

por OSCAR MALVESSI e SAMY DANA

EM PAUTA

RECEITA PARA TIRAR O BRASIL DA CRISE:

PRIVATIZAR É A SOLUÇÃO?

A PRIVATIZAÇÃO VEM SENDO APONTADA COMO UM CAMINHO PARA AMENIZAR OS EFEITOS DO AJUSTE FISCAL SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO, MEDIDA CONSIDERADA INEVITÁVEL PARA QUE O PAÍS COMECE A SAIR DA PARALISIA PROVOCADA PELA EXTENSA **CRISE** EM QUE ESTÁ MERGULHADO.

por **LÚCIA REBOUÇAS**

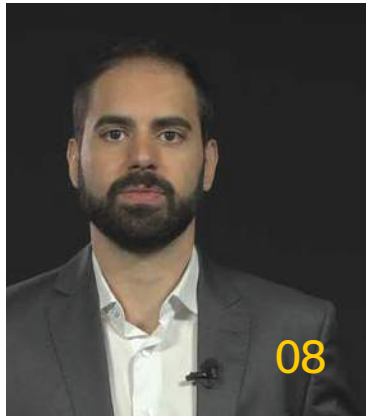
nº 200
FEV 2016



www.revistaRI.com.br

RI

nº200 • Fev. 2016



08



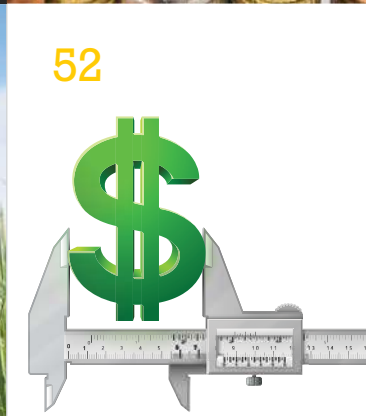
22



38



44



52



55

04 Ponto de Vista

A política da
Política Econômica

POR LUIZ FERNANDO RUDGE
E URIEL DE MAGALHÃES

08 Entrevista

Felipe Miranda,
sócio-fundador da **Empiricus**

POR DANIELA ROCHA

16 Em Pauta

Privatizar é a solução?

POR LÚCIA REBOUÇAS

22 Liquidez

O dilema da
Liquidez de Caixa

POR OSCAR MALVESSI E SAMY DANA

28 AMEC Opinião

Deixem o Xerife trabalhar

POR AMEC

32 Forum ABRASCA

Transparência SIM,
Mais custo Brasil NÃO.

POR ANTONIO D. C. CASTRO

36 Governança Corporativa

Governança nos
Clubes de Futebol

POR MARTA VIEGAS,
CARLOS BRANDÃO E LUIZ OKUMURA

38 Normas Contábeis

Entrevista: **Edison Arisa,**
presidente da **FACPC**

POR RONNIE NOGUEIRA

44 Sustentabilidade

Investindo em
Sustentabilidade

POR DANIELA ROCHA

52 Espaço APIMEC

O Dividendo,
a Sustentabilidade
e a Solvência Fiscal

POR RICARDO TADEU MARTINS

55 IBRI Notícias

IBRI e Deloitte debatem
como o **RI** pode atuar
para reforçar o **Valor**
de Companhias

POR CAROLINA SPILLARI
E JENNIFER ALMEIDA

64 Opinião

Governança
Corporativa: conteúdo
antes da forma

POR TELMO SCHOELER



REVISTA RI®

É uma publicação mensal da IMF Editora Ltda.

Av. Erasmo Braga, 227 - sala 511

20020-000 - Rio de Janeiro, RJ

Tel.: (21) 2240-4347

ri@imf.com.br

www.revistaRI.com.br

Publisher e Diretor Editorial: Ronnie Nogueira | **Presidente do Conselho:** Ronaldo A. da Frota Nogueira

Conselho Editorial: Antônio Castro, Edison Arisa, Eduarda La Rocque, Geraldo Soares, Hélio Garcia, Jurandir Macedo, Luiz Fernando Rolla, Luiz Leonardo Cantidiano, Marcelo Mesquita, Mauro Cunha, Nuno da Silva, Paulo Faustino da Costa, Raymundo Magliano Filho, Ricardo Amorim, Roberto Teixeira da Costa e Thomás Tosta de Sá.

Representante de Publicidade - São Paulo: Marco Panza - Tel.: (11) 99833-4449 - Email: marco.panza@revistari.com.br

Projeto Gráfico: DuatDesign | **Distribuição em bancas:** Global Press

Os artigos aqui publicados não pretendem induzir a nenhuma modalidade de investimento. Os dados e reportagens são apurados com todo o rigor, porém não devem ser considerados perfeitos e acima de falhas involuntárias. Os artigos assinados são de responsabilidade exclusiva de seus autores. É proibida a reprodução desse volume, ou parte do mesmo, sob quaisquer meios, sem a autorização prévia e expressa da IMF Editora.

O DILEMA DA **LIQUIDEZ** DE CAIXA

Competitividade mais acirrada, nível de crescimento da economia, inflação, perda do grau de investimento, juros elevados, muitos impostos e altos custos de produção. Todos estes obstáculos levam as empresas no Brasil a apegar-se a uma necessidade excessiva de segurança.

por **OSCAR MALVESSI** e **SAMY DANA**

É bem sabido que para que uma empresa mantenha seu fluxo de atividades no azul, é preciso ter a garantia de um caixa bem estruturado. Primeiramente, é importante ter dinheiro para que oportunidades de investimento não sejam desperdiçadas, assim como possibilidades de fusões e aquisições. Impossível realizar estas estratégias sem um bom nível de caixa e linhas de crédito. O dinheiro também é necessário para manter as operações e quitar dívidas de curto prazo.

Além disso, quando não há um caixa fortalecido, é preciso recorrer a financiamentos, que muitas vezes possuem custos elevados, podendo inviabilizar as operações. Neste aspecto, alguns setores acabam ficando mais vulneráveis. A indústria, por exemplo, pode deixar suas máquinas como garantia do empréstimo. O setor de serviços, por outro lado, acaba sofrendo mais, tendo em vista que possui menos ativos tangíveis para dar como garantia - além do valor de mercado da empresa. Ou seja, acaba lidando com custos ainda mais altos para financiar o giro.

É incontestável a necessidade de que as empresas tenham boa administração da liquidez para se manterem no mercado. Isso poderia levar alguns a crerem que ter excesso de dinheiro em caixa é positivo para as empresas.

Esse é o objetivo do levantamento empírico sobre o comportamento da liquidez para o período de 2010-2014, feito com base na amostra de 61 empresas de governança corporativa do Ibovespa de diversos segmentos, com exceção do setor financeiro. Assim, considerou-se dois planos de análise, como:

a) Avaliação da disponibilidade líquida: representa avaliar o nível da disponibilidade líquida (caixa + aplicações financeiras) confrontado o comportamento com:

1. Em relação ao endividamento de curto prazo mais os investimentos (gastos com capital fixo);
2. Em relação ao endividamento de curto prazo;
3. Em relação aos investimentos e;
4. Em relação ao endividamento total (curto e longo prazo).

b) Nível de geração de caixa: através da análise do fluxo de caixa operacional gerado pelas empresas a cada período, confrontando-o com:

5. O endividamento de curto prazo e;
6. Os investimentos.

LIQUIDEZ

Observa-se que grande parte das empresas pesquisadas mantem um volume de caixa excessivo, muito superior ao que seria necessário e razoável, deixando de investir na operação ou de retornar o dinheiro ao acionista (dividendos ou recompra de ações).

Das 61 empresas da amostra, podemos afirmar que ao menos 16 ou (26%) delas possuem liquidez em nível muito elevado (item 1 a seguir) e ao menos 21 ou (34 %) possuem excesso de liquidez quando se considera também com a geração de caixa operacional (item 5).

A) AVALIAÇÃO DA DISPONIBILIDADE LÍQUIDA

Compreende a análise do comportamento da disponibilidade líquida comparada com quatro indicadores demonstrados a seguir:

1 - Disponibilidade Líquida x

Dívida de Curto Prazo + Investimentos

Considerando o indicador de disponibilidade líquida dividido pela dívida de curto prazo mais os investimentos realizados em cada ano, classificamos as empresas pela mediana do período. Na Tabela 1.1, apresenta-se esse resultado com as empresas que apresentaram o valor maior ou igual a um para o indicador analisado.

Dentre as 16 (26%) empresas na Tabela 1.1, a Celesc e Grendene apresentaram liquidez excessiva, cobrem ao menos quatro vezes o valor das dívidas de curto prazo somada aos investimentos. Outras duas (Embraer e Brasilagro) com liquidez de ao menos duas vezes e as demais 12 empresas possuem ao menos uma vez liquidez para bancar as dívidas de curto prazo e investimentos, ou seja, a maioria poderia

avaliar a possibilidade de aumentar os investimentos fixos, visando ampliação de mercado ou mesmo a devolução dos recursos aos acionistas. Encontrou-se também, 25 empresas com o indicador inferiores entre 0,5 e 1,0, ou seja, que não conseguem cobrir as dívidas de C.P. e investimentos.

Em relação ao retorno financeiro das disponibilidades, ressalta-se que em torno de 90% das empresas da amostra não conseguem obter retorno financeiro sobre as disponibilidades equivalentes ao custo de capital-WACC, assim sendo, houve destruição valor ao acionista.

2 - Disponibilidade Líquida x Dívidas de Curto Prazo

Ao analisar o comportamento das disponibilidades versus as dívidas de curto prazo, encontrou-se 10 empresas com o indicador acima de 3 vezes, das quais 5 dessas empresas constam da Tabela 1.1, como (Embraer, Celesc, Hering, Grendene e Totvs). Outras 12 empresas com o indicador acima de duas vezes, das quais 6 dessas também contam da Tabela 1.1, como (Klabin, Randon, Weg, Brasilagro, Gol e Marcopolo) e 18 empresas o indicador acima de uma vez.

Observa-se que as demais 21 empresas (34%) não possuem disponibilidades equivalentes as dívidas de curto prazo.

3 - Disponibilidade Líquida x Investimentos

Avaliando o comportamento da disponibilidade versus o nível de investimentos realizados, observa-se que 10 empresas possuem o indicador superior a 3 vezes, sendo que dessas 10 empresas, 9 constam da Tabela 1.1 acima, como (Celesc, Grendene, Weg, Randon, Totvs, Klabin, Embraer, Marcopolo e Pão de Açúcar), 5 com o indicador acima de 2 vezes, e 25 (41%) empresas entre 1,0 e 2,0.

Tabela 1.1 - Disponibilidade Líquida / Dívidas de Curto Prazo + Investimentos

EMPRESAS	MEDIANA 5 ANOS	EMPRESAS	MEDIANA 5 ANOS
1 - Celesc	17,24	9 - Totvs	1,63
2 - Grendene	4,61	10 - Marcopolo	1,51
3 - Embraer	2,85	11 - Localiza	1,17
4 - Brasilagro	2,40	12 - Magnesita	1,15
5 - Weg	1,81	13 - Taesa	1,14
6 - Hering	1,78	14 - Gafisa	1,06
7 - Randon	1,68	15 - Pão Açúcar	1,04
8 - Klabin	1,65	16 - Gol	1,03

4 - Disponibilidade Líquida x Endividamento Total

Na amostra, encontram-se 9 empresas com disponibilidades para cobrir o total da dívida (curto e longo prazo), sendo que 7 (11%) dessas empresas estão na Tabela 1.1, ou seja, também possuem disponibilidades suficientes para cobrir a dívida de curto prazo mais investimentos.

B) GERAÇÃO DE CAIXA OPERACIONAL

No segundo plano da análise, avaliou-se a geração de caixa operacional obtida pelas empresas e ela foi comparada com o comportamento das dívidas de curto prazo e com o nível de investimentos, indicando novamente excesso de liquidez, conforme as informações a seguir:

5 - Fluxo de Caixa Operacional x Dívidas de Curto Prazo

Considerando o indicador de fluxo de caixa operacional pelas dívidas de curto prazo, classificou-se as empresas pela mediana do período dos últimos 5 anos (2010 – 2014).

A Tabela 5.1 a seguir demonstra esse resultado para as empresas que apresentaram o valor maior ou igual a um para o indicador em questão.

Dentre as 35 empresas na Tabela 5.1, quatro (Hering, Vale, Eletropaulo e Localiza) apresentaram geração de caixa suficiente para cobrir ao menos três vezes o valor das dívidas de curto prazo. Temos outras 9 (Totvs, CardSystem, Fibria, Bematech, Gerdau, Magnesita, LPS, Eternit, M.Dias Branco) com geração de caixa de ao menos duas vezes e as demais 22 (36%) empresas possuem geração de caixa para bancar ao menos uma vez as dívidas de curto prazo.

Na Tabela 5.2 a seguir, 21 das 35 empresas da Tabela 5.1, além de apresentarem geração de caixa para cobrir a dívida de curto prazo, também possuem disponibilidade para cobrir os investimentos.

Tabela 5.1 - Fluxo de Caixa Operacional/Dívidas de Curto Prazo

EMPRESAS	MEDIANA 5 ANOS	EMPRESAS	MEDIANA 5 ANOS
1 - Hering	13,09	19 - Copel	1,59
2 - Vale	6,37	20 - Equatorial Energia	1,58
3 - Eletropaulo	3,82	21 - EDP	1,57
4 - Localiza	3,09	22 - Celesc	1,54
5 - Totvs	2,88	23 - Taesa	1,48
6 - CardSystem	2,69	24 - Duratex	1,46
7 - Fibria	2,59	25 - Arteris	1,45
8 - Bematech	2,56	26 - Lojas Renner	1,42
9 - Gerdau	2,51	27 - Natura	1,39
10 - Magnesita	2,32	28 - Cesp	1,33
11 - LPS	2,32	29 - Usiminas	1,27
12 - Eternit	2,30	30 - TransPaulista	1,20
13 - M.Dias Branco	2,25	31 - CPFL	1,16
14 - São Carlos	1,98	32 - Suzano	1,10
15 - Grendene	1,98	33 - Cemig	1,09
16 - Copasa	1,74	34 - Ultrapar	1,05
17 - Embraer	1,72	35 - Profarma	1,00
18 - Sabesp	1,67		

LIQUIDEZ

Tabela 5.2 - Disponibilidades/Investimentos

EMPRESAS	MEDIANA 5 ANOS	EMPRESAS	MEDIANA 5 ANOS
1 - Celesc	16,59	12 - Usiminas	1,44
2 - Grendene	13,26	13 - Magnesita	1,40
3 - Totvs	5,11	14 - Copel	1,32
4 - Embraer	3,37	15 - Eletropaulo	1,22
5 - Fibria	2,56	16 - CPFL	1,13
6 - Ultrapar	2,2	17 - São Carlos	1,12
7 - Hering	1,93	18 - Bematech	1,09
8 - Localiza	1,73	19 - Duratex	1,03
9 - Equatorial Energia	1,59	20 - Gerdau	1,00
10 - Natura	1,56	21 - Lojas Renner	1,00
11 - Suzano	1,51		

Ou seja, é possível afirmar pelas informações da Tabela 5.2 que essas 21 (34%) empresas possuem excesso de liquidez apenas pela comparação das disponibilidades com investimentos, dado que, a geração de caixa delas já é suficiente para cobrir a dívida de curto prazo. Sendo assim, o saldo das dívidas de curto prazo poderia ser suprido pela renegociação dos financiamentos, tendo em vista que o dinheiro está parado e disponível no caixa.

6 - Fluxo de Caixa Operacional x Investimentos

Considerando a capacidade de geração de caixa cobrir os investimentos, quatro (Grendene, Hering, TransPaulista e Usiminas) empresas da amostra têm geração de caixa para cobrir ao menos três vezes os investimentos. Outras sete empresas (Natura, Fibria, Totvs, Profarma, BRF, Hypermarcas e Pão de Açúcar) possuem fluxo de caixa operacional suficiente para cobrir os investimentos em ao menos duas vezes. Outras 22 empresas ainda geram caixa na operação para pagar ao menos uma vez os investimentos realizados.

Logo, temos 33 empresas (54%) da amostra com capacidade de geração de caixa para cobrir os investimentos, com 21 delas (34%) conseguindo também a cobertura da dívida de curto prazo através da sua geração de caixa de caixa.

Em contrapartida, existem outras 11 empresas (18%) que possuem geração de caixa de para cobrir as dívidas de curto prazo, mas não para os investimentos. As 16 restantes (26%),

não possuem geração de caixa suficiente para cobrir ou a dívida de curto prazo ou os investimentos.

Tendo em vista os resultados da análise, por que as empresas mantêm mais caixa do que o necessário? Em termos conceituais de finanças, diferentes autores (Brigham, 2014 & Damodaran 2007) costumam citar razões como: motivos transacionais (operacionais), motivos preventivos e investimentos e oportunidades futuras. Outros autores (Bates et al. 2006) ainda adicionam outras justificativas, como problemas de agência, saldos de caixa estratégicos e impostos.

Observa-se na Tabela 6.1 a seguir, um comportamento favorável na maioria das empresas, onde o crescimento real anual equivalente das vendas é relevante. Da mesma maneira e comparativamente, houve crescimento nos investimentos fixos no período, confirmando que a estratégia de expansão e de diminuição da liquidez devem ser consideradas.

CONCLUSÃO

O excesso do conservadorismo ao manter níveis de caixa muito elevados resulta na destruição de valor da empresa, prejudicando os acionistas, dado que o baixo resultado financeiro das disponibilidades diminui de forma relevante o resultado efetivo das empresas e deve-se considerar ainda que as empresas possuem a obrigação de dar um retorno aos acionistas correspondente ao nível de risco que eles estão se expondo no mercado.

Tabela 6.1 – Variação de Vendas e Capital Fixo no período de 5 anos

EMPRESAS	MÉDIA EQUIV. ANUAL		EMPRESAS	MÉDIA EQUIV. ANUAL	
	Vendas	Cap. Fixo		Vendas	Cap. Fixo
1 - Celesc	6,0%	-4,6%	9- T otvs	6,1%	3,5%
2 - Grendene	2,9%	9,1%	10 - Marcopolo	4,8%	9,2%
3 - Embraer	0,6%	11,7%	11 - Localiza	9,9%	9,4%
4 - Brasilagro	16,3%	-0,4%	12 - Magnesita	0,4%	4,2%
5 - Weg	6,9%	6,6%	13 - Taesa	5,2%	14,5%
6 - Hering	11,8%	0,4%	14 - Gafisa	-11,8%	0,1%
7 - Randon	2,8%	6,7%	15 - Pão Açúcar	16,2%	10,2%
8 - Klabin	4,4%	6,9%	16 - Gol	4,6%	9,7%

Pelos dados da amostra, percebe-se que historicamente existe um superdimensionamento da liquidez pelas empresas. Com isso, os diretores financeiros e gestores têm o desafio de aprimorarem suas estimativas e gestão de caixa - o dinheiro deve ser aplicado de forma mais eficiente para otimizar os ganhos nas atividades operacionais, ou em não havendo oportunidades de investimento, devolver ao acionista o excesso das disponibilidades na forma de dividendos ou recompra de ações, aumentando o retorno aos acionistas e o valor da empresa no mercado. Neste caso, fica mais vantajoso aos acionistas cuidar do seu próprio dinheiro com aplicações conservadoras de renda fixa, rendendo o equivalente à taxa básica de juros do país e sem a necessidade de exposição a riscos maiores.

Desta forma, a empresa demonstra que está ciente do compromisso assumido com seus investidores, e que não faz sentido manter o caixa com mais dinheiro do que o necessário para manter as atividades.

A sustentabilidade e a perenidade dos negócios serão consistentes se a empresa for capaz de gerar valor crescente e com solidez, aumentar o valor da empresa no mercado, desta forma, alinhando os interesses dos acionistas e gestores. **RI**



A sustentabilidade e a perenidade dos negócios serão consistentes se a empresa for capaz de gerar valor crescente e com solidez, aumentar o valor da empresa no mercado, desta forma, alinhando os interesses dos acionistas e gestores.



OSCAR MALVESSI
é professor doutor do Departamento de Finanças da FGV/EAESP e coordenador do Núcleo de VBM-Value Based Management do Instituto de Finanças da mesma instituição.
oscar@oscarmalvessi.com.br

SAMY DANA
é professor doutor do Departamento de Finanças da FGV/EAESP e membro do Instituto de Finanças da mesma instituição.
samydana@gmail.com