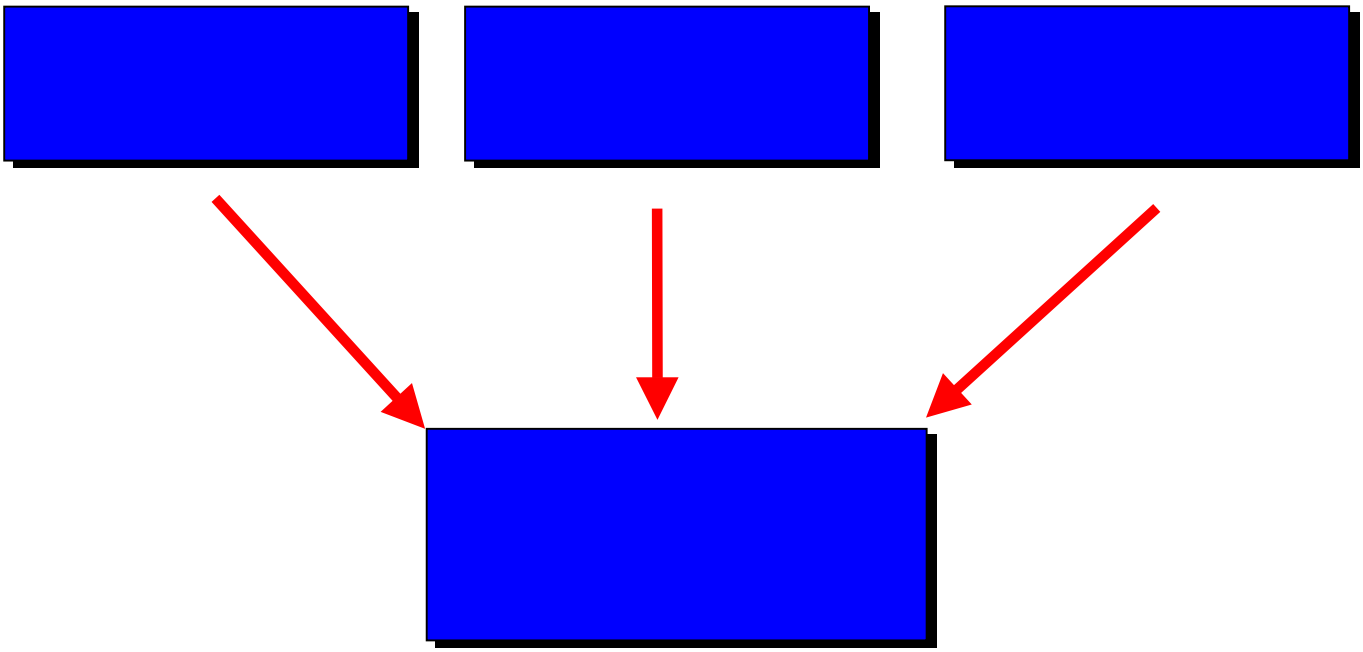
UP-TO-DATE. ANO I. NÚMERO 4

RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO E SEUS DETERMINANTES

♦ *MARGEM DE LUCRO*

♦ *GIRO SOBRE OS ATIVOS*

♦ *ALAVANCAGEM FINANCEIRA*



Autor: Francisco Cavalcante

Circular para:
✔
✔
✔
✔
✔

CAVALCANTE ASSOCIADOS

AOS NOSSOS LEITORES

Neste exemplar do **Up-To-Date** trataremos do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL) e de seus determinantes.

Os determinantes do RPL são os indicadores que impulsionam seu crescimento: margem de lucro, giro sobre os ativos e alavancagem financeira.

Monitorar estes 3 determinantes/indicadores é controlar o retorno sobre o patrimônio líquido.

No próximo número do **Up-To-Date** apresentaremos os demais indicadores econômicos e financeiros que controlam cada um dos 3 determinantes.

Os principais indicadores econômicos e financeiros que conhecemos serão colocados "debaixo" de cada determinante.

Faremos uma **articulação** dos indicadores, o que facilitará sobremaneira os trabalhos de análise econômica e financeira.

Se a missão de uma administração é criar valor para o acionista (deixá-lo mais rico), devemos implementar ações que busquem elevar o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL).

Todo o conteúdo dos **Up-To-Dates** será prático, podendo ser utilizado no dia-a-dia das empresas.

Para tirar suas dúvidas sobre o conteúdo dos **Up-To-Dates** passe um e-mail ou fax para a **Cavalcante & Associados** em nome de Francisco Cavalcante. Nosso e-mail é cavalcan@netpoint.com.br, e nosso fax é: (011) 251.2947

Caso deseje indicar algum amigo/colega para receber o **Up-To-Date**, envie-nos um fax ou e-mail informando o nome e telefone desta pessoa.

IMPORTANTE! Mande-nos suas críticas, comentários e faça sugestão de temas que gostaria que fossem abordados em novos **Up-To-Dates.** Utilize o box abaixo.

CRÍTICAS E SUGESTÕES (favor encaminhar esta folha para nosso e-mail ou fax citados acima)

Copyright © 1998 **Cavalcante & Associados** S/C Ltda.
Direitos Reservados. Esta obra não pode ser revendida ou alugada, por qualquer processo, sem o prévio consentimento do autor.

ÍNDICE

Aos nossos Leitores	2
Apresentação	4
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	5
Os determinantes do RPL	7
Comentários	9
Limitações na interpretação do RPL	10
Caso prático proposto	12
Caso prático resolvido	14
Breve comentário	14
Sinopse curricular do autor	15

APRESENTAÇÃO

O Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL) é o mais importante indicador econômico sob a ótica dos acionistas. Ele aponta o retorno sobre o capital investido.

Como os acionistas desejam que seu negócio aumente de valor, quanto mais elevado for o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL), "mais rico ele fica".

Quais os determinantes do RPL? Que indicadores deveremos controlar que sinalizem o que está indo bem, e portanto deverá ser mantido, e o que está mal, e consequentemente deverá ser modificado?

Os determinantes do RPL são de: **margem, giro e leverage**.

Vamos também analisar as limitações do RPL: **o problema do tempo, o problema do risco e o problema do valor**.

A **Cavalcante & Associados** recomenda que todas as empresas construam seu "painel de bordo", que vem a ser um conjunto de indicadores econômicos e financeiros devidamente articulados.

Este conjunto de indicadores partiria da "Presidência" com o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL).

Os determinantes do RPL seriam os 3 "Diretores": Margem de Lucro, Giro Sobre os Ativos e Alavancagem Financeira.

Abaixo de cada Diretoria estarão os "Subordinados". São aquele conjunto de indicadores econômicos e financeiros que servirão para monitorar cada determinante (assunto que trataremos no **Up-To-Date** 5).

RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Vamos observar as demonstrações financeiras apresentadas a seguir:

As demonstrações financeiras estão concatenadas, ou seja, o balanço está amarrado com o resultado.

Todavia, os números foram trabalhados para facilitar o processo de aprendizado da matéria.

BALANÇO PATRIMONIAL

ATIVO	**31/3/98**	**30/4/98**	**31/5/98**	**30/6/98**
Circulante	$46.000	$46.000	$46.500	$48.000
• Caixa	$1.000	$1.000	$1.500	$1.500
• Clientes	$30.000	$30.000	$30.000	$31.500
• Estoques	$15.000	$15.000	$15.000	$15.000
Permanente	$60.000	$60.000	$60.000	$60.000
• Imobilizado bruto	$70.000	$70.700	$71.407	$72.121
• (-) Depreciações Acumuladas	($10.000)	($10.700)	($11.407)	($12.121)
• (=) Imobilizado Líquido	$60.000	$60.000	$60.000	$60.000
Total do Ativo	**$106.000**	**$106.000**	**$106.500**	**$108.000**
PASSIVO	**31/3/98**	**30/4/98**	**31/5/98**	**30/6/98**
Circulante	$54.700	$54.700	$55.200	$59.141
• Fornecedores	$15.000	$15.000	$15.000	$15.000
• Impostos a Pagar	$4.500	$4.500	$4.500	$4.725
• Imposto de Renda a Pagar	$1.560	$1.560	$1.710	$2.093
• Dividendos a Pagar	$3.640	$3.640	$3.990	$7.324
• Empréstimos	$30.000	$30.000	$30.000	$30.000
Patrimônio Líquido	$51.300	$51.300	$51.300	$48.859
Total do Passivo	**$106.000**	**$106.000**	**$106.500**	**$108.000**

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO

ITENS	ABRIL / 98	MAIO/98	JUNHO/98	JULHO/98
Vendas Brutas	$30.000	$30.000	$31.500	$31.500
(-) Impostos	($4.500)	($4.500)	($4.725)	($4.725)
(=) Vendas Líquidas	$25.500	$25.500	$26.775	$26.775
(-) CMV	($15.000)	($15.000)	($15.000)	($15.000)
(=) Lucro Bruto	$10.500	$10.500	$11.775	$11.775
(-) Despesas	($5.000)	($4.500)	($4.500)	($4.500)
(=) Lucro Operacional	$5.500	$6.000	$7.275	$7.275
(-) Despesa Financeira	($300)	($300)	($300)	($300)
(=) Lucro Operacional	$5.200	$5.700	$6.975	$6.975
(-) Imposto de Renda	($1.560)	($1.710)	($2.093)	($2.093)
(=) Lucro Líquido	**$3.640**	**$3.990**	**$4.883**	**$4.883**

Vamos apresentar a evolução do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL):

EVOLUÇÃO	ABRIL/98	MAIO/98	JUNHO/98	JULHO/98
RPL	7,10%	7.78%	9,52%	9,99%

O RPL de cada mês é calculado com base no patrimônio líquido do final do mês anterior. Exemplo: O lucro líquido no mês de abril foi de $3.640. O patrimônio líquido em 31 de março de 98 era de $51.300. Portanto, o RPL em abril foi de 7,10% ($3.640 / $51.300).

O RPL cresceu dos meses de abril a julho de 98. Como explicar?

Todas a atenções voltam-se para o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido. O objetivo é aumentá-lo, pois estaremos elevando o valor da empresa para seus acionistas.

OS DETERMINANTES DO RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO (RPL)

Para analisar melhor os determinantes do RPL "resumimos" o balanço patrimonial da seguinte maneira:

ATIVO	31/3	30/4	31/5	30/6	PASSIVO	31/3	30/4	31/5	30/6
AOL	81.300	81.300	81.300	78.859	DÍVIDAS	30.000	30.000	30.000	30.000
					PL	51.300	51.300	51.300	48.859
TOTAL	**81.300**	**81.300**	**81.300**	**78.859**	**TOTAL**	**81.300**	**81.300**	**81.300**	**78.859**

AOL é a abreviação da expressão Ativo Operacional Líquido. É a diferença entre o ativo total menos os financiamentos espontâneos.

Exemplo: Em 31 de março o ativo total era de $106.000. O somatório dos financiamentos espontâneos foi de $24.700 ($15.000/fornecedores + $4.500/impostos a pagar + $1.560/imposto de renda a pagar + $3.640/dividendos a pagar). O AOL em 31 de março era de $81.300 ($106.000 - $24.700).

O AOL de $81.300 aponta a parcela do ativo total que necessita ser remunerada. Remunerada por quê? Porque existe capital de terceiros que tem custo e patrimônio líquido que também tem custo. O custo do patrimônio líquido (usualmente chamado de custo do capital próprio) é a estimativa mínima de retorno esperado pelos acionistas.

O Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL) nasce da seguinte relação:

$$RPL = \frac{LL}{PL}$$

LL = Lucro Líquido, PL = Patrimônio Líquido

O RPL poderá ser desdobrado em 3 determinantes:

$$RPL = \frac{LL}{PL} = \frac{LL}{VENDAS} \times \frac{VENDAS}{AOL} \times \frac{AOL}{PL}$$

AOL = Ativo Operacional Líquido

A relação LL / Vendas é um indicador de margem.

A relação Vendas / AOL é um indicador de giro sobre os ativos operacionais.

A relação AOL / PL é uma relação de alavancagem financeira (leverage).

Em nosso exemplo, o "painel de bordo" que monitora o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido é o seguinte:

INDICADORES	ABRIL/98	MAIO/98	JUNHO/98	JULHO/98
RPL	***7,10% (1)***	***7.78%***	***9,52%***	***9,99%***
Margem	12.13% (2)	13,30%	15,50%	15,50%
Giro	0,3690 (3)	0,3690	0,3875	0,3994
Alavancagem	1,5848 (4)	1,5848	1,5848	1,6140

(1) Prova: 7,10% = 12,13% x 0,3690 x 1,5848
(2) 0,1213 = $3.640 / $30.000
(3) 0,3690 = $30.000 / $81.300
(4) 1,5848 = $81.300 / $51.300

RPL = Margem x Giro x Leverage

COMENTÁRIOS

Comentários Gerais

- Para elevar o RPL buscamos aumentar a margem de lucro. Para tanto, elevamos preços e reduzimos gastos;
- Para elevar o RPL buscamos elevar o giro sobre os ativos operacionais. Para tanto, aumentamos o volume de vendas (por tabela acabamos melhorando a margem de lucro pela diluição de gastos fixos) e reduzimos os investimentos nos ativos operacionais, e
- Para elevar o RPL buscamos elevar a alavancagem financeira. Para tanto, elevamos a participação de financiamentos a custos baixos na estrutura de capital para financiar projetos com taxas de retorno maiores que os custos do referido financiamento. Também podemos reduzir o patrimônio líquido pagando dividendos mais agressivos e, portanto, reduzindo o PL a ser remunerado.

O entendimento do RPL através dos determinantes margem, giro e leverage facilita o entendimento das demonstrações financeiras, apontando pontos fortes e identificando pontos fracos que necessitam ser corrigidos

Comentários Específicos

MAIO

- No mês de maio melhoramos o RPL em relação a abril (de 7,10% para 7,78%). Isto deveu-se a um aumento da margem de lucro (de 12,13% para 13,30%) em função de uma redução das despesas operacionais de $5.000 para $4.500. As vendas continuaram as mesmas. Os indicadores de giro e alavancagem permaneceram inalterados.

JUNHO

- No mês de junho melhoramos o RPL em relação a maio (de 7,78% para 9,52%). Isto deveu-se a um aumento nas vendas de $30.000 para $31.500 sem correspondente aumento no ativo operacional líquido que permaneceu estável em $81.300. O aumento nas vendas trouxe a reboque um aumento na margem de lucro líquido (de 13,30% para 15,50%) pois o CMV permaneceu constante em $15.000, assim como a despesa operacional em $4.500. O indicador de alavancagem financeira permaneceu inalterado.

JULHO

- No mês de julho melhoramos o RPL em relação a junho (de 9,52% para 9,99%). A margem de lucro permaneceu constante em 15,50%, assim como o lucro líquido também permaneceu inalterado em $4.883. Como o PL era de $48.859 em 30 de junho contra $51.300 em 31 de maio, é provável a ocorrência no mês de junho de uma política de dividendos mais agressiva, consumindo inclusive reservas de lucros. Se de um lado mantemos o lucro do outro reduzimos o PL a ser remunerado, o RPL somente poderia melhorar. A política de dividendos mais agressiva diminui o AOL melhorando o giro da operação.

LIMITAÇÕES NA INTERPRETAÇÃO DO RPL

Se a empresa **A** teve um RPL superior ao da empresa **B**, podemos afirmar sempre que seu desempenho econômico foi melhor?

Se uma empresa aumenta o seu RPL é evidente que sua performance econômica melhorou?

O RPL tem 3 problemas:

1. O problema do tempo;
2. O problema do risco, e
3. O problema do valor.

Embora o RPL seja o principal indicador de desempenho de uma companhia, precisamos conhecer suas limitações para melhor qualificar sua interpretação.

O PROBLEMA DO TEMPO

Uma empresa recém inaugurou sua nova fábrica. Os investimentos estão feitos, todavia o retorno acontecerá ao longo dos 5 próximos anos.

O RPL está caminhando ao longo dos últimos anos num patamar elevado. Ele diminui quando a fábrica começa a operar pois começamos e determiná-lo levando em consideração todo o investimento realizado (além disso, os lucros nos primeiros anos são reduzidos). Como acreditamos que o projeto será bem sucedido, a médio/longo prazo o elevado patamar de RPL é retomado.

Por ser um indicador usualmente calculado em bases mensais, trimestrais ou anuais, o RPL não captura todo o impacto das decisões financeiras de longo prazo.

O PROBLEMA DO RISCO

Convivemos diariamente com o dilema entre risco e retorno. Se desejamos maiores retornos teremos que assumir maiores riscos.

O RPL sozinho não possibilita uma conclusão definitiva sobre a qualidade do desempenho econômico alcançado. Precisamos conhecer o custo do capital próprio (expectativa de retorno mínima esperada pelos acionistas).

No ano de 98 uma empresa de distribuição de energia obteve um retorno sobre o patrimônio líquido de 15%, bastante comemorado pelos acionistas que esperavam um retorno mínimo de 12% para o período.

No mesmo ano de 98 um acionista de uma casa de espetáculos lamentava o baixo retorno sobre o patrimônio líquido de sua empresa, 18% (superior aos 15% da empresa de energia), contra uma expectativa de 25%. Para ele, seus negócio é de elevado risco, sendo 18% considerada uma remuneração insuficiente.

O PROBLEMA DO VALOR

Calculamos o RPL sobre o patrimônio líquido pelo seu valor contábil.

Em muitas empresas o valor de mercado do PL é diferente do seu valor contábil.

Esta possibilidade é muito transparente nas empresas de capital aberto (aquelas com ações negociadas em Bolsa de Valores).

Em nosso exemplo, em 31 de maio o valor contábil do PL era de $51.300. Suponhamos que nossa empresa fosse de capital aberto, e que o PL levando em consideração o valor de mercado das ações fosse de $80.000 nesta mesma data. No mês de junho, os investidores se sentirão mais confortáveis em associar o lucro líquido de $4.883 ao PL de $80.000 do que ao PL de $51.300

Pense na seguinte situação: você investiu $10.000 em um terreno. Ao final do primeiro ele estava valendo $20.000. Você dirá que seu retorno sobre o investimento foi de 100% no período. Ao final do segundo ano o valor de mercado de seu terreno era de $15.000. Embora na sua contabilidade pessoal o terreno esteja registrado por $10.000, você não dirá que ganhou 50% em relação ao capital investido (embora seja uma verdade). Você se sentirá mais propenso a dizer que perdeu 25% em relação ao que o terreno valia um ano antes.

O RPL é o principal indicador de desempenho de uma companhia. Todavia, ao fazermos sua interpretação não nos esqueçamos dos problemas "tempo, risco e valor".

CASO PRÁTICO PROPOSTO

Calcular o RCP (Retorno sobre o Capital Próprio), e de seus componentes com base nos demonstrativos financeiros apresentados a seguir para os anos de 96, 97 e 98..

BALANÇO PATRIMONIAL	31/12/95	31/12/96	31/12/97
ATIVO			
CIRCULANTE	$68.000	$69.066	$67.235
Disponível e aplicações financeiras	$3.000	$4.066	$2.595
Duplicatas a receber	$45.000	$45.000	$44.640
Estoques	$20.000	$20.000	$20.000
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	$0	$0	$0
Diversos créditos de longo prazo	$0	$0	$0
PERMANENTE	$85.000	$94.000	$94.000
Imobilizado bruto	$100.000	$110.000	$111.100
(-)Depreciações acumuladas	($15.000)	($16.000)	($17.100)
(=)Imobilizado líquido	$85.000	$94.000	$94.000
TOTAL DO ATIVO	$153.000	$163.066	$161.235
PASSIVO			
CIRCULANTE	$70.500	$70.566	$68.735
Fornecedores	$20.000	$20.000	$20.000
Impostos a pagar	$8.950	$9.000	$8.928
Imposto de renda a pagar	$2.000	$1.970	$1.817
Dividendos a pagar	$4.550	$4.597	$4.240
Empréstimos em moeda estrangeira	$35.000	$35.000	$33.750
EXIGÍVEL DE LONGO PRAZO	$0	$10.000	$10.000
Empréstimos em moeda estrangeira	$0	$10.000	$10.000
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	$82.500	$82.500	$82.500
TOTAL DO PASSIVO	$153.000	$163.066	$161.235

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO	1996	1997	1998
Vendas brutas	$ 45.000	$ 44.640	$ 45.198
(-)Impostos	($ 9.000)	($ 8.928)	($ 9.040)
(=)Vendas líquidas	$ 36.000	$ 35.712	$ 36.158
(-)Custo das mercadorias vendidas	($ 20.000)	($ 20.000)	($ 20.000)
(=)Lucro bruto	$ 16.000	$ 15.712	$ 16.158
(-)Despesas comerciais	($ 2.625)	($ 2.756)	($ 2.894)
(-)Despesas administrativas	($ 6.513)	($ 6.513)	($ 6.513)
(=)Lucro da atividade	$ 6.862	$ 6.443	$ 6.751
(+)Receitas financeiras	$ 54	$ 64	$ 48
(-)Despesas financeiras	($ 350)	($ 450)	($ 438)
(=)Lucro operacional	$ 6.566	$ 6.057	$ 6.362
(=)Lucro líquido antes do IR e CS	$ 6.566	$ 6.057	$ 6.362
(-)Provisão para imposto de renda e CS	($ 1.970)	($ 1.817)	($ 1.909)
(=)Lucro líquido após o IR e CS	$ 4.597	$ 4.240	$ 4.454

Apresentamos abaixo quadro para cálculo dos indicadores:

	1996	1997	1998
Capital Próprio			
Capital de Terceiros			
AOL			
Margem (LL/VB)			
Giro (VB/AOL)			
Leverage (AOL/CP)			
RCP			

AOL= Ativo Operacional Líquido, LL = Lucro Líquido após os impostos, VB = Vendas Brutas, CP = Capital Próprio, RCP = Retorno sobre o Capital Próprio

CASO PRÁTICO RESOLVIDO

	1995	1996	1997	1998
CAPITAL PRÓPRIO	$ 82.500	$ 82.500	$ 82.500	$ 82.500
CAPITAL DE TERCEIROS	$ 35.000	$ 45.000	$ 43.750	$ 42.500
AOL	$ 117.500	$ 127.500	$ 126.250	$ 125.000
Margem		0,1021	0,0950	0,0985
Giro		0,3830	0,3501	0,3580
Leverage		1,4242	1,5455	1,5303
RCP		5,57%	5,14%	5,40%

BREVE COMENTÁRIO

Podemos observar que o RCP caiu entre 1996 e 1997, para recuperar-se logo depois em 1998. A queda ocorreu pela redução na margem (de 0,1021 para 0,095) e no giro (0,3830 para 0,3501). A queda teria sido ainda maior se o leverage não tivesse aumentado (de 1,4242 para 1,5455) . No ano seguinte, a situação inverteu-se, com o leverage diminuindo (de 1,5455 para 1,5303) e a margem aumentando (de 0,095 para 0,0985), bem como o giro (de 0,3501 para 0,3580).

SINOPSE CURRICULAR DO AUTOR

Francisco Cavalcante

→ Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
→ Conquistou o prêmio nacional "Analista de Valores Mobiliários do Ano" em 1980, promovido pela ABAMEC.
→ Autor do livro "Introdução do Mercado de Capitais" editado pela CNBV Comissão Nacional de Bolsa de Valores (1996).
→ É professor convidado da Escola de Pós Graduação em Economia (EPGE) e da Escola Brasileira de Administração Pública (EBAP), ambas da Fundação Getúlio Vargas.
→ É Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos, sempre com apoio do microcomputador. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis e compra e venda de participações acionárias.
→ O consultor Francisco Cavalcante já desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral, sempre utilizando recursos da informática.

Consulte a Cavalcante & Associados para consultorias e treinamentos "in company" nas áreas de:
➥ Formação do Preço de Venda;
➥ Determinação do valor de Participações Acionárias;
➥ Avaliação Econômica e Financeira de Empresas (Implantação do EVA);
➥ Captação de Recursos para Financiar Projetos de Investimentos (via BNDES e FINEP) e
➥ Elaboração de Planilhas Personalizadas para Projeções Financeiras (Balanço, Resultado e Fluxo de Caixa).
Contate Francisco Cavalcante pelos telefones:
(011) 251.1992 - 283.4973 - 289.5616
e-mail: cavalcan@netpoint.com.br

Bibliografia

Recomendamos o livro Analysis for Financial Management de Robert Higgins, editora Irwin. O assunto tratado neste **Up-To-Date** está no capítulo 2 da Parte I, intitulado "Evaluating Financial Performance".