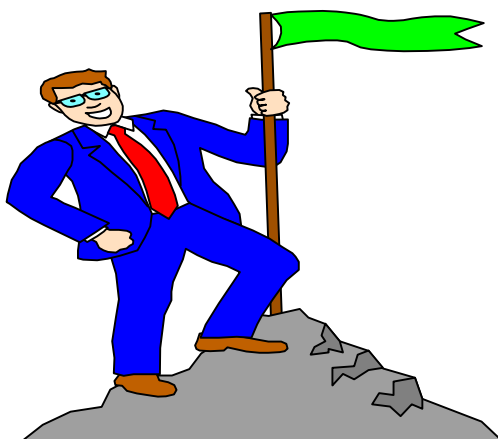


GERENCIAMENTO DO CRESCIMENTO

- Cálculo da taxa de crescimento sustentável para as vendas (TCS)
- O que fazer quando o crescimento das vendas é diferente da TCS



Autor: Francisco Cavalcante

Circular para:
⇒
⇒
⇒
⇒
⇒

ÍNDICE

Aos nossos leitores	03
Apresentação do Up-To-Date® 22	04
Prévia do Up-To-Date® 23	04
O que significa “gerenciar o crescimento”?	05
A equação de crescimento sustentável	07
Exemplo	10
Comentários	11
Caso prático proposto	12
Caso prático resolvido	13
Sinopse curricular do Autor	14

AOS NOSSOS LEITORES

Neste **Up-To-Date® 22** abordaremos o assunto “gerenciamento do crescimento”. Abordaremos as técnicas para que as empresas possam administrar seu crescimento de maneira sustentável, evitando um comportamento da vendas mais acelerado ou mais lento do que sua estrutura de capital permite.

Todo o conteúdo deste **Up-To-Date® 22** será prático, podendo ser utilizado no dia-a-dia das empresas.

Para eliminar 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.

Atenção! Caso não tenha recebido algum **Up-To-Date®**, envie-nos e-mail ou fax informando o número desejado.

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®**
Direitos Reservados. Esta obra não pode ser revendida ou
alugada, por qualquer processo, sem o prévio consentimento do autor.

APRESENTAÇÃO DO UP-TO-DATE® 22

Este **Up-To-Date® 22** tratará do “gerenciamento do crescimento”. Mostrará como determinar uma taxa de crescimento sustentável para as vendas.

Uma taxa de crescimento sustentável para as vendas está associada à estrutura de capital “ideal” da empresa.

O **Up-To-Date® 22** apontará as implicações de uma taxa de crescimento efetiva nas vendas acima ou abaixo da taxa de crescimento sustentável.

A leitura do **Up-To-Date® 4** é recomendável, porém não obrigatória.

PRÉVIA DO UP-TO-DATE® 23

No próximo **Up-To-Date®** trataremos do cálculo do Preço de Venda à Prazo para recebimento antecipado. Analisaremos o impacto dos impostos na formação do preço à prazo com recebimento antecipado.

Mostraremos ainda de que maneira um aumento da taxa de juros causada por um aumento na inflação leva a um aumento do preço de venda gerando uma “bola de neve”, que irá realimentar a inflação.

O QUE SIGNIFICA “GERENCIAR O CRESCIMENTO”?

Crescimento é algo que precisa ser maximizado? Não.

Quando o crescimento é acelerado, a participação de mercado aumenta e geralmente os lucros também. Porém, do ponto de vista de financeiro, crescimento acelerado nem sempre é uma bênção.

Crescimento acelerado implica em novos investimentos em capital de giro e capital fixo. Num determinado momento, é possível que elevados investimentos em ativos para expansão não consigam ser financiados somente com recursos próprios mais financiamentos a taxas razoáveis.

Neste instante, a pressão por novos recursos poderá implicar na contratação de novas dívidas a qualquer custo, ou simplesmente na negação pelo mercado de crédito de novos aportes de dinheiro.

Crescimento rápido é tão indesejável quanto crescimento muito lento.

É importante analisar como está sendo feito o gerenciamento financeiro do crescimento.

Deveremos buscar uma **taxa de crescimento sustentável para as vendas**.

Taxa de crescimento sustentável é a taxa máxima que as vendas de uma empresa podem crescer, sem esgotar sua capacidade de contratação de novos recursos financeiros.

CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL

Ciclos de uma Empresa (ou produto) - Hipóteses

Início	Perde-se dinheiro enquanto o produto está evoluindo e ganhando mercado.
Rápido crescimento	Geralmente a empresa é rentável mas precisa de injeção de recursos.
Maturidade	Redução do crescimento e geração de caixa maior do que a necessidade de investimento.
Declínio	Redução da rentabilidade e geração de caixa superior às necessidades, reduzindo as vendas.

Nas fases de maturidade e declínio, buscam-se novos investimentos em produtos ou empresas que ainda estão em fase de crescimento.

O aumento nas vendas requer mais ativos de todos os tipos (circulantes e fixos), que precisam ser pagos.

Lucros retidos e novos empréstimos geram caixa, porém em algumas oportunidades em montantes limitados. A menos que a empresa esteja preparada para lançar ações, este limite de recursos impõem um teto no ritmo de crescimento da companhia sem forçar a obtenção de novos recursos a qualquer custo. Este limite é a taxa de crescimento sustentável das vendas.

A EQUAÇÃO DE CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL

Para escrever uma equação que expresse a dependência do crescimento de recursos financeiros, vamos assumir:

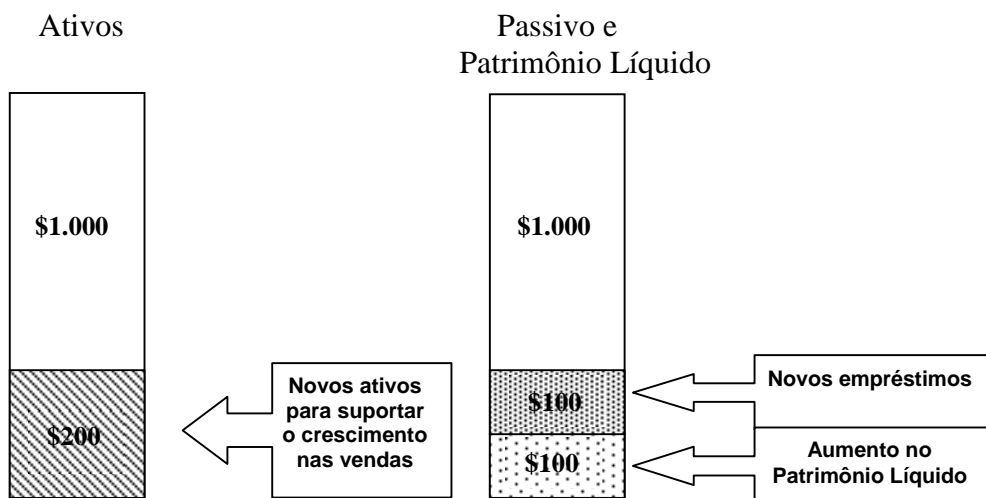
1. A companhia deseja crescer tão rapidamente quanto as condições de mercado permitirem;
2. A administração é incapaz ou não tem interesse em emitir novas ações, e
3. A companhia tem uma estrutura de capital ideal e uma política de dividendos, desejando manter ambos.

Em uma estrutura de capital “ideal”, a relação dívidas / patrimônio líquido construída de maneira equilibrada permite obter o menor custo médio ponderado de capital (é o custo global da estrutura de capital – capital de terceiros mais capital próprio).

Se a empresa “forçar” uma maior participação de financiamentos, o mercado num primeiro momento elevará a taxa de juros (e os acionistas também exigirão maior retorno sobre o patrimônio líquido). Em um segundo momento, o mercado de crédito simplesmente restringe o acesso a novos financiamentos a taxas moderadas.

Portanto, nenhuma empresa desejará “perder” sua estrutura de capital ideal.

Novas vendas requerem novos ativos que precisam ser financiados.



A parte dos dois retângulos que não está sombreada representa o balanço patrimonial no início de um período. A estrutura patrimonial está equilibrada em \$1.000. A estrutura de capital é a ideal, representadas por 50% de capitais de terceiros e 50% de capital próprio.

Se a empresa quiser elevar suas vendas durante o ano, ela precisará incrementar ativos, tais como estoques, duplicatas a receber e capitais fixos.

A área que está hachurada do lado esquerdo representa os novos ativos necessários para suportar o crescimento das vendas no montante de \$200.

Como estamos assumindo que a empresa não recorrerá à emissão de novas ações e nem a empréstimos a qualquer custo, por definição de premissas, o caixa requerido para pagar o aumento dos ativos vem dos lucros retidos e do aumento dos financiamentos no montante de \$200 na proporção de 50% para cada fonte.

Assumindo que todas as partes do negócio se expandirão na mesma proporção – como um balão – o que limita a taxa de expansão das vendas? **Pelos lucros retidos** (aumento no patrimônio líquido).

Como o patrimônio líquido cresce, os financiamentos poderão crescer na mesma proporção sem alterar a estrutura de capital e seus custos. Juntos, aumento dos financiamentos e patrimônio líquido determinarão até onde os ativos poderão expandir-se, que é o limitador do crescimento das vendas.

Em essência, o que limita a taxa de crescimento das vendas é a taxa pela qual o patrimônio líquido se expande.

Vamos chamar a taxa de crescimento sustentável de “TCS”.

$$\text{TCS} = \frac{\text{Lucros retidos}}{\text{Patrimônio líquido no início do período}}$$

O retorno sobre o patrimônio líquido (RPL) é dado pela seguinte expressão:

$$\text{RPL} = \frac{\text{Lucro líquido do período}}{\text{Patrimônio líquido no início do período}}$$

Um pouco de álgebra nos possibilita escrever o indicador acima de uma maneira mais elucidativa:

$$\text{RPL} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{AOL}} \times \frac{\text{AOL}}{\text{PL}}$$

Este indicador poderá ser entendido da seguinte maneira:

$$\text{RPL} = \text{Margem (M)} \times \text{Giro (G)} \times \text{Leverage (L)}$$

Temos os três determinantes do RPL: margem, giro e leverage.

Sabendo que nem todo o lucro do período é retido, e sim apenas a parcela não distribuída na forma de dividendos, podemos chamar de “TLR” a taxa dos lucros retidos.

Portanto, a TCS é igual a:

$$\text{TCS} = \text{TLR} \times \text{Margem} \times \text{Giro} \times \text{Leverage}$$

Esta é a equação de crescimento sustentável. Dois dos elementos da TCS, a margem e o giro, refletem a performance operacional. Os dois outros sumarizam a política financeira.

Uma importante implicação da taxa de crescimento sustentável é que a TCS é a única taxa de crescimento nas vendas que é consistente com os quatro indicadores do RPL.

Se a empresa aumenta suas vendas a uma taxa diferente da TCS, um ou mais dos quatro elementos precisam se alterar.

Portanto, as alternativas à disposição da empresa, caso ela tenha um crescimento muito rápido são:

- Admissão de novo sócio para capitalizar a empresa (processo longo);
- Elevação de seu endividamento (no limite, a empresa deixará de ter crédito pela elevação de seu risco, com aumento das taxas de juros);
- Redução da taxa de pay-out (ruim pois aumenta seu CMPC, com conseqüente redução de seu EVA®);
- Venda de unidades de negócio fora de seu core business (processo muito longo) ou
- Aumento de preços (impossível nos dias atuais).

Podemos perceber que nenhuma das alternativas à disposição da empresa são factíveis a curto prazo. Algumas nem mesmo o são. Por isso, é muito melhor que as empresas saibam gerenciar seu crescimento do que tenham que “apagar incêndios”, tomando atitudes pouco planejadas e tomadas durante um momento de necessidade, o que geralmente leva à tomada de decisões ruins.

Já empresas que encontram-se na situação contrária, isto é, possuem um taxa de crescimento de vendas inferior à sua TCS, podem fazer o seguinte:

- Ignorar o problema (assume-se que ele seja passageiro);
- Pagar dívidas;
- Adotar de uma política de pay-out agressiva ou
- Adquirir novos negócios.

EXEMPLO

O exemplo abaixo pode mostra o cálculo da TCS de determinada empresa nos últimos 4 anos, bem como sua estimativa de crescimento para 98.

TAXA DE CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL versus TAXA DE CRESCIMENTO REAL DA XPTO S/A

INDICADORES	1994	1995	1996	1997	1998 estimativas
Determinantes					
• Margem	3,3%	2,9%	2,4%	1,4%	0,9%
• Giro	3,4 vezes	3,6 vezes	3,2 vezes	3,6 vezes	3,3 vezes
• Leverage	-	3,2 vezes	3,6 vezes	3,7 vezes	4,5 vezes
TLR (1)	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
TCS (2)	-	16,7%	13,8%	9,1%	6,7%
TCR (3)	-	23,0%	17,0%	28,0%	25,0%

(1) TLR = Taxa de lucros retidos

(2) TCS = Taxa de crescimento sustentável

(3) TCR = Taxa de crescimento real

Observando o quadro acima, chegamos às seguintes conclusões:

- A TCS é sistematicamente menor do que a TCR, em todos os anos, o que é ruim, tendo como principal causa aparente a redução gradativa da margem (de 3,3% para 0,9% estimado para 98).
- Em virtude desta queda da margem, a empresa resolveu aumentar sistematicamente seu endividamento, indo de 3,2 para 4,5 estimado em 98.
- Um alto endividamento (leverage) faz com que a empresa tenha cada vez mais menos recursos de terceiros à sua disposição pela elevação de seu risco de crédito, elevando em consequência a taxa de juros cobrada por seus credores.
- Como únicas alternativas, restam à empresa:
 - ✓ Emitir novas ações,
 - ✓ Reduzir sua taxa de crescimento das vendas
 - ✓ Reduzir seu índice de pay-out e
 - ✓ Melhorar os determinantes do RPL.

COMENTÁRIOS

- A menos que a empresa deseje e possa aumentar seu capital, um crescimento maior do que o atual não é desejável. Sem um planejamento financeiro eficiente, as empresas podem quebrar.
- A taxa de crescimento sustentável (TCS) de uma empresa é a taxa máxima pela qual ela pode crescer sem comprometer os recursos financeiros à sua disposição. Podemos resumir a TCS como sendo igual ao produto de quatro indicadores: Margem, Giro, Leverage (endividamento) e a Taxa de retenção de lucros.
- Se as vendas de uma empresa expandem-se a uma taxa diferente do seu crescimento sustentável, uma ou mais combinações dos indicadores precisarão ser mudadas.
- Se a taxa de crescimento das vendas é temporariamente maior que a TCS, o capital necessário poderá ser conseguido através de novos empréstimos.
- Quando a taxa de crescimento da empresa for maior do que a TCS por muito tempo, é preciso formular uma estratégia financeira entre as seguintes opções: admitir novos sócios, aumentar o endividamento, reduzir o pay-out, eliminar operações secundárias ou aumentar preços.
- Quando o crescimento das vendas é menor do que a TCS, o principal problema dos administradores é encontrar investimentos para o caixa excedente. Como opções estão um aumento do pay-out, compra de novas empresas e pagamento de dívidas.

CASO PRÁTICO PROPOSTO

O quadro abaixo mostra desempenho estimado pelos administradores da XPTO para o ano de 1998 (cenário 1). Nele podemos perceber que a TCR da XPTO é muito superior à sua TCS.

Em vista disto, eles simularam novos cenários (de 2 a 5) variando os indicadores de desempenho estimados da empresa para 98 de modo que chegassem a um cenário projetado em que a Taxa de crescimento real da empresa fosse igual à sua TCS. Dadas as informações abaixo, pede-se

- 1) Calcule a TCS nos cenários 2 a 5
- 2) Comente os resultados

TAXA DE CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL versus TAXA DE CRESCIMENTO REAL DA XPTO S/A

INDICADORES	1998 cenário 1	1998 cenário 2	1998 cenário 3	1998 cenário 4	1998 cenário 5
Determinantes					
• Margem	0,9%	1,9%	0,9%	0,9%	1,9%
• Giro	3,3 vezes	3,3 vezes	3,3 vezes	4,0 vezes	4,0 vezes
• Leverage	4,5 vezes	4,5 vezes	4,5 vezes	4,5 vezes	4,5 vezes
TLR (1)	50,0%	80,0%	80,0%	50,0%	80,0%
TCS (2)	6,7%				
TCR (3)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

(1) TLR = Taxa de lucros retidos

(2) TCS = Taxa de crescimento sustentável

(3) TCR = Taxa de crescimento real

CASO PRÁTICO RESOLVIDO

1.

TAXA DE CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL versus TAXA DE CRESCIMENTO REAL DA XPTO S/A

INDICADORES	1998 estimativas	1998 estimativas	1998 estimativas	1998 estimativas	1998 estimativas
Determinantes					
• Margem	0,9%	1,9%	0,9%	0,9%	1,9%
• Giro	3,3 vezes	3,3 vezes	3,3 vezes	4,0 vezes	4,0 vezes
• Leverage	4,5 vezes	4,5 vezes	4,5 vezes	4,5 vezes	4,5 vezes
TLR (1)	50,0%	80,0%	80,0%	50,0%	80,0%
TCS (2)	6,7%	14,1%	10,7%	8,1%	27,4%
TCR (3)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

2.

Podemos perceber que a alteração de apenas um dos determinantes da TCS não é suficiente para que a empresa atinja o sua TCR, tendo sido preciso trabalhar com uma variação de todos os indicadores (à exceção do leverage).

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 (1ª, 2ª e 3ª edições - 1998).
- 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

<mailto:cavalcante@netpoint.com.br>

Cavalcante & Associados® e Up-To-Date® são marcas registradas do Escritório de Serviços Financeiros Francisco Cavalcante & Associados S/C Ltda.

EVA® e Economic Value Added ® são marcas registradas de Stern Stewart & Co. (USA)