

## OS CUIDADOS A SEREM ADOTADOS NO CÁLCULO DO RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO



- Comparação com o custo do capital do acionista
- Ajustes no patrimônio líquido
- Ajustes na base de ativos

**Francisco Cavalcante ([francisco@fcavalcante.com.br](mailto:francisco@fcavalcante.com.br))**

- **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. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis , além de compra e venda de participações acionárias.**
- **Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV. 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.**

## COMO CALCULAR O RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

- ✓ O patrimônio líquido representa o capital financiado pelos acionistas.

Portanto, é seguro afirmar que o Patrimônio Líquido deveria ser chamado de Capital do Acionista (CA). E daqui para frente assim o será.

Conseqüentemente, iremos chamar ao longo deste texto o Retorno sobre o Patrimônio Líquido de Retorno sobre o Capital do Acionista (RCA).

- ✓ O lucro que está associado ao capital do acionista é o Lucro Líquido (LL).
- ✓ A fórmula clássica do RCA é:

$$\text{RCA} = \frac{\text{LL em 2006}}{\text{CA em 31-12-05}} = \frac{\$200}{\$1.000} = \underline{0,20}$$

- ✓ O LL de um determinado período (2006 no exemplo) está associado ao CA investido no início do período (31-12-05 no exemplo).
- ✓ Como o LL mensal geralmente vai se acumulando, é usual que o CA seja considerado pela média. Portanto, no exemplo acima o denominador seria tratado da seguinte maneira:

CA em 31-12-05 + CA em 31-03-06 + CA em 30-06-06 + CA em 30-09-06 + CA em 31-12-06
5

- ✓ Investidor temporário é aquele se interessa em permanecer como acionista da empresa por um período de tempo curto ou mediano (6 meses a 3 anos, por exemplo). Um investidor minoritário em Bolsa é um exemplo típico de investidor temporário.

Investidor (ou acionista) temporário busca apenas retorno por dividendos mais valorização de suas ações. Portanto, este tipo de investidor não está interessado na administração da empresa.

Conseqüentemente, o investidor temporário considera o CA pelo seu valor de mercado.

Exemplo: Se uma ação cotada em Bolsa vale hoje \$100, e o investidor espera um retorno mínimo de 20% ao ano, daqui a ano a ação deverá estar valendo, no mínimo, \$120 (\$100 x 1,20). Em resumo: o RCA deverá ser calculado em relação ao valor de mercado da ação e não em relação ao seu valor patrimonial contábil.

Vamos assumir que em 31-12-05 o valor de mercado do capital do acionista seja de \$1.250 (contra um CA contábil de \$1.000). Portanto, o cálculo do RCA é de:

RCA	=	LL em 2006	=	\$200	=	0,16
		CA em 31-12-05		\$1.250		

Importante: para empresas de capital fechado, o valor de mercado poderá ser determinado através da aplicação de uma metodologia de "valuation", tipo Fluxo de Caixa Descontado.

- ✓ Investidor de longo prazo é aquele se interessa em permanecer como acionista da empresa por um período de tempo indeterminado Um investidor majoritário (controlador) é um exemplo típico de investidor de longo prazo.

Investidor (ou acionista) de longo prazo não busca apenas retorno por dividendos mais valorização de suas ações. Este tipo de investidor também está interessado na administração da empresa.

Conseqüentemente, o investidor de longo prazo considera o CA pelo seu valor efetivamente aplicado no negócio (integralizações mais lucros retidos).

O CA efetivamente aplicado no negócio deveria, em tese, estar alinhado com o patrimônio líquido contábil.

Porém, aos ativos fixos são registrado na contabilidade pelo seu valor de aquisição, e não mais corrigidos por qualquer índice de atualização monetária.

Portanto, no Brasil, após alguns anos a base de ativos fixos fica defasada. Por tabela, o patrimônio líquido contábil também.

Vamos assumir que se os ativos fixos as empresa do exemplo em curso fossem corrigidos por um índice de inflação tipo INPC, apresentariam uma diferença de \$600 em relação aos valores históricos registrados na contabilidade.

A contrapartida destes \$600 deveria estar ajustada no patrimônio líquido que deveria passar de \$1.000 para \$1.600.

Portanto, o novo cálculo do RCA seria de:

RCA	=	LL em 2006	=	\$200	=	0,125
		CA em 31-12-05		\$1.600		

- ✓ Se quisermos depurar o LL de eventuais resultados não operacionais, para termos um LL gerado apenas pela operação, temos que tomar duas providências:
  1. Sacar da base de ativos os investimentos que deram origem ao resultado não operacional. Exemplo: se depurarmos do LL o resultado de equivalência patrimonial, temos que sacar da base de ativos os investimentos em participações acionárias.
  2. O saque na base de ativos deverá ter sua contrapartida contra o patrimônio líquido, ou contra as dívidas bancárias mais patrimônio líquido na proporção da estrutura de capital da empresa.
- ✓ O RCA calculado deverá ser sempre comparado com o custo de capital do acionista (CCA).

O custo do capital do acionista é o retorno mínimo exigido pelos acionistas sobre seu capital empregado na empresa (patrimônio líquido).

Exemplo de cálculo do RCA para 2005:

$$\text{RCA} = 16\% > \text{CCA} = 12\%$$

Conclusão: em 2005 o desempenho do capital empregado pelo acionista foi bom. O RCA de 16% cobriu o CCA de 12%. Este excedente de 4% de retorno é o valor criado para o acionista. Foi o retorno acima das expectativas. É o EVA (Economic Value Added) sobre a perspectiva de um percentual.

- ✓ Para analisar uma série história ou projetada do RCA poderemos adotar o seguinte desmembramento deste indicador.

$$\text{RCA} = \frac{\text{LL}}{\text{CA}} = \frac{\text{LL}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativos}} \times \frac{\text{Ativos}}{\text{CA}}$$

O RCA foi desmembrado em 3 indicadores.

1. LL / Vendas = é um indicador da margem líquida.
2. Vendas / Ativos = é um indicador de giro (eficiência).
3. Ativos / CA = é um indicador de alavancagem financeira.

Exemplo: o RCA aumentou sistematicamente ao longo dos últimos 5 anos em razão de:

- ✓ Um aumento constante da margem líquida provocada por uma redução dos custos fixos.

**Up-To-Date 406** - OS CUIDADOS A SEREM ADOTADOS NO CÁLCULO DO RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

- ✓ Um aumento constante do giro sobre os ativos em razão de uma redução do nível médio dos investimentos em estoques.
- ✓ Um aumento constante na alavancagem financeira em razão de uma alteração da estrutura de capital. Maior participação do capital de terceiros que custa menos, e menor participação do capital do acionista que custa mais.