

A Reestruturação Financeira Baseada No Modelo Dinâmico x Modelo Tradicional

The Financial Restructuring Based On The Dynamic Model x Traditional Model

Anelisa de Carvalho Ferreira¹

Mestre em Contabilidade pelo ISCTE-Lisboa
Doutoranda em Administração CEPEAD (UFMG)

João Paulo Calemba Batista Menezes²

Mestre em Contabilidade pelo ISEG - Universidade de Lisboa
Doutorando em Administração CEPEAD (UFMG)

Resumo

O presente trabalho contribuiu para a discussão sobre a importância e o potencial da análise da liquidez através do fluxo de caixa e do capital de giro como ferramenta de apoio na gestão econômica e financeira da empresa Endividada S.A. Neste sentido, foram utilizados e comparados dois modelos de análise do capital de giro de empresas, classificados como modelo tradicional e modelo dinâmico. O trabalho apresenta a validade do modelo dinâmico como instrumento principal ou complementar de avaliação da liquidez da empresa Endividada S.A, contribuindo para a qualidade do seu processo de tomada decisão. É possível concluir que não existe modelo dinâmico sem o suporte do modelo tradicional, bem como não seria possível analisar os dados de uma empresa de forma objetiva com apenas um dos modelos, pois ambos se complementam.

Palavras-chave: gestão financeira; capital de giro; modelo dinâmico; modelo tradicional.

Abstract

This work contributed to the discussion on the importance and potential analysis of liquidity through cash flow and working capital as a tool of economic management and financial support of company Endividada S.A. In this sense were used and compared two models of analysis of the working capital of businesses, classified as traditional model and dynamic model. The work presents the validity of dynamic model as main or supplementary instrument for assessing the liquidity of Endividada S.A, contributing to the quality of decision process. It can be concluded that there is no dynamic model without the support of the traditional model, as well as it would not be possible to analyze the data objectively with only one of the templates, as they both complement each other.

Keywords: financial management; working capital; dynamic model; traditional model.

1. INTRODUÇÃO

Esse trabalho tem como tema a reestruturação financeira e a gestão de Caixa “*Cash Management*”, sendo um estudo de caso objetivando uma possível redução dos custos de captação através da “troca” de dívida e contribuindo para melhora no fluxo de caixa da empresa estudada. A presente pesquisa apresentará uma análise dos anos de 2013 a 2015 demonstrando o processo de saneamento financeiro. Para preservação dos dados analisados,

¹ Professora Auxiliar do Departamento de Ciências Contábeis da UFVJM, anelisa.ferreira@ufvjm.edu.br

² Professor Auxiliar do Departamento de Ciências Contábeis da UFVJM, joao.calemba@ufvjm.edu.br

optou-se em desenvolver a pesquisa em uma empresa de razão social confidencial, nomeada neste trabalho como Endividada S.A.

A proposta do trabalho em questão é demonstrar e conscientizar os profissionais envolvidos na tomada de decisões da empresa uma visão real da aplicabilidade das ferramentas de gestão de tesouraria. Deseja-se também agregar a esse cálculo o possível impacto na liquidez no desenvolvimento da empresa, procurando diminuir seu risco financeiro.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este estudo é baseado na análise de liquidez que pode ser representada de duas formas: através do modelo tradicional e através do modelo dinâmico. O modelo tradicional representa a análise com base na visão contábil, no qual são utilizados o balanço patrimonial e demais demonstrações contábeis de forma direta e objetiva, analisando os índices de liquidez, atividade, endividamento e rentabilidade. Já o modelo dinâmico, exige que seja feita uma reclassificação do balanço patrimonial, que possibilita a visualização das mesmas informações de uma forma diferenciada e detalhada, na qual o analista financeiro consegue vislumbrar de forma mais clara e lógica a situação da empresa.

O Balanço patrimonial reclassificado passa a ter ativo e passivo errático, cíclico e permanente, possibilita o cálculo da Necessidade de capital de giro, Capital de giro e Tesouraria.

2.1 MODELO TRADICIONAL

2.1.1 Reestruturação Financeira – Gestão e Administração de Caixa

O risco financeiro faz parte da vida das empresas, independentemente do seu porte, origem ou setor de atuação. A liquidez é uma das fontes mais importantes de riscos dessa natureza e precisa ser monitorada continuamente. Quando a situação de liquidez se torna um problema e a organização enxerga ameaçada a sua capacidade de pagar seus compromissos financeiros e continuar em operação, são necessárias ações rápidas com o objetivo de evitar uma situação de ruptura mais grave.

Medidas de reestruturação financeira têm por objetivo recuperar a saúde da organização, introduzindo modificações no seu perfil de fontes e aplicações. Essencialmente, a prioridade passa a ser aliviar a pressão imediata ou de curto prazo através do alongamento dos valores a pagar associado ao encurtamento dos valores a receber, liberação de recursos alocados em aplicações pouco líquidas, obtenção de novos recursos com prazos mais dilatados e redução de custos e despesas.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) afirmam que o objetivo básico, na gestão de caixa, é a manutenção de um investimento tão pequeno quanto possível, ao mesmo tempo em que as atividades da empresa continuam a desenvolver-se de maneira eficaz (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002). O objetivo do administrador de caixa é minimizar a quantia de caixa que a empresa deve manter para a condução de suas atividades normais de negócio, e ainda assim manter caixa o suficiente para obter descontos de compra, manter a classificação de crédito, e arcar com necessidades inesperadas de caixa.

A administração de caixa mudou significativamente nos últimos anos por dois motivos: primeiro, no início da década de 70 até a metade da década de 80, houve uma tendência para cima nas taxas de juros que aumentaram o custo de oportunidade de manter caixa. Em segundo lugar, os desenvolvimentos tecnológicos, particularmente os mecanismos eletrônicos de transferência de fundos por computadores, mudaram a maneira como o caixa é administrado. A maior parte das atividades de administração de caixa é desempenhada

conjuntamente pela empresa e por seus bancos. A administração de caixa eficiente inclui o gerenciamento correto das entradas e saídas de caixa, que abrange melhorar as previsões de fluxo de caixa, sincronizar as entradas e saídas de caixa, utilizar o *float*, acelerar os recebimentos, deslocar os fundos disponíveis para onde são necessários, e controlar os desembolsos (BRIGHAM; EHRHARDT; GAPENSKI, 2001).

2.1.2 Planejamento Financeiro

O planejamento financeiro estabelece as diretrizes de mudança numa empresa. Ele é necessário porque inclui a formulação das metas da empresa, visando motivar a organização, e estabelece marcos de referência para a avaliação de desempenho.

O planejamento financeiro estabelece o método pelo qual as metas financeiras devem ser atingidas. Possui duas dimensões: prazo e nível de agregação. Um plano financeiro é uma declaração do que deve ser feito num período futuro. Os planos financeiros são montados com base na análise de orçamento de capital de cada um dos projetos da empresa. Na verdade, as propostas de investimento de cada unidade operacional são tomadas e tratadas como um grande projeto. Esse processo é chamado de agregação (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Existem alguns elementos comuns nos planos financeiros de empresas que são previsão de vendas, demonstrações projetadas, necessidades de ativos, necessidades de financiamento, variável de fechamento e premissas econômicas. O planejamento financeiro força a empresa a refletir sobre o futuro e a fazer previsões. Envolve construir um modelo financeiro da empresa; descrever diferentes cenários de evolução futura, desde o pior até o melhor; usar os modelos para elaborar demonstrações financeiras projetadas; simular o modelo sob diversos cenários (fazer análise de sensibilidade); examinar as implicações financeiras de planos estratégicos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

2.1.3 Risco Financeiro

O esforço visando identificar, avaliar e mensurar os impactos do risco, em suas diversas modalidades, representa uma das questões de maior relevância no cenário da gestão de empresas em geral e da teoria financeira. Administrar riscos é hoje um dos principais fatores que direcionam a dinâmica da sociedade ocidental moderna, o que só foi possível a partir da compreensão da natureza do risco e da existência de instrumentos eficazes para medi-lo, avaliar suas conseqüências e estabelecer estratégias para gerenciá-lo (VIEIRA, 2005).

Praticamente todos os manuais de investimentos definem o risco de uma carteira (de investimentos) como a volatilidade dos seus retornos, medida pelo desvio-padrão, pela variância da distribuição dos retornos desta carteira ou por outra medida de dispersão. De acordo com este conceito, o risco de um investimento estaria associado à variabilidade dos retornos esperados, que podem ser tanto negativos, de acordo com a visão comum de risco, quanto positivos. Quanto maior for a dispersão, maior será o risco (VIEIRA, 2005).

A idéia do risco associado à variabilidade dos resultados é hoje predominante e pode ser entendida também como a possibilidade e a intensidade de que o retorno efetivamente obtido decorrente de um investimento se desvie do retorno esperado. Dessa forma, o risco pode ser definido como a variabilidade dos retornos possíveis em relação ao esperado e está associado ao maior ou menor nível de estabilidade dos rendimentos futuros (VIEIRA, 2005).

O volume de risco que uma empresa assume depende da variação prevista dos rendimentos operacionais, vistos como a variação provável dos fluxos monetários futuros.

Quanto maior a incerteza na previsão dos fluxos monetários a serem gerados, maior o risco da atividade (VIEIRA, 2005).

A teoria financeira atual reconhece a existência de uma relação direta entre risco e o retorno esperado para as diversas alternativas de investimento disponíveis ao investidor, em dado momento. A origem dessa visão pode ser encontrada no pressuposto de que, em geral, o investidor possui certo grau de aversão ao risco que se manifesta na sua expectativa de obter um retorno adicional como compensação para assumir maiores níveis de risco, ou seja, um prêmio por assumir este risco adicional.

O risco financeiro da empresa se encontra relacionado às suas decisões de financiamento e está associado à intensidade de utilização dos capitais de terceiros na estrutura de capital empregada no financiamento das atividades. A utilização crescente de recursos de terceiros eleva o volume de compromissos fixos decorrentes dos juros, o que aumenta, por sua vez, o grau de variabilidade dos resultados, portanto, o risco (VIEIRA, 2005).

A relação entre risco e retorno é tal que nenhum investimento será feito a menos que a taxa de retorno esperada seja suficientemente alta para compensar o investidor pelo risco percebido do investimento (BRIGHAM ; HOUSTON, 1999).

Uma das dimensões do risco financeiro da empresa se relaciona com a situação de liquidez, que pode ser caracterizada como a capacidade em fazer frente aos seus compromissos financeiros, no vencimento. Nesse contexto, a noção de liquidez está associada ao horizonte de curto prazo. A avaliação da situação de liquidez da empresa é realizada com a utilização de informações extraídas das suas demonstrações financeiras. São calculados os chamados indicadores ou índices de liquidez, que estabelecem relações a partir da composição de fontes de recursos, prazos de vencimento e as características das aplicações por ela financiadas.

Os resultados produzidos podem ser complementados por informações adicionais acerca do fluxo de caixa da empresa, da natureza e do vencimento das suas obrigações, dos recebimentos e da capacidade efetiva de transformação dos ativos em dinheiro, o que nem sempre acontece.

2.1.4 Análise de Índices

Índice é a relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa. Os índices da situação financeira, são divididos em índices de estrutura de capitais, rentabilidade e índices de liquidez.

As tarefas de gestão financeira mais desafiadoras são aquelas referentes à gestão dos recursos líquidos que asseguram todos os pagamentos futuros. Para facilitar esta análise e permitir o conhecimento sobre a capacidade de pagamento de uma empresa podem ser utilizados os índices de liquidez, também conhecidos como índices de solvência (BRUNI, 2011).

Marion (2009) afirma que por meio destes índices é possível estimar se a empresa tem capacidade de saldar seus compromissos, como pagamentos a fornecedores, quitação de empréstimos e financiamentos bancários, a longo prazo, curto prazo ou prazo imediato.

Os índices de liquidez não são índices extraídos do fluxo de caixa que comparam as entradas com as saídas de dinheiro. São índices que, a partir do confronto dos ativos Circulantes com as dívidas, procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa. Uma empresa com bons índices de liquidez tem condições de ter boa capacidade de pagar suas dívidas em função de outras variáveis como prazo, renovação de dívidas etc (MATARAZZO, 2010).

Segundo Marion (2009), os indicadores de endividamento ou estrutura de capital têm por objetivo principal informar o método utilizado pela empresa para captação de recursos financeiros, além disso, é possível saber se os recursos de terceiros têm vencimento a curto prazo ou a longo prazo, possibilitando a empresa planejar seus pagamentos.

Segundo Bruni (2011), os indicadores de rentabilidade apresentam a evolução do dinheiro no tempo, ou seja, os lucros auferidos pela empresa em relação aos investimentos feitos pelos sócios e terceiros ou apenas pelos sócios.

2.2 MODELO DINÂMICO

2.2.1 Capital de Giro (CDG)

O termo capital de giro, segundo Gitman (2010), refere-se aos ativos circulantes que sustentam as operações diárias das empresas. Para Assaf Neto e Silva (2002) o termo “giro” deve ser entendido como os recursos correntes (curto prazo) da empresa, geralmente identificados como aqueles capazes de serem convertidos em caixa no prazo máximo de um ano.

A expressão capital de giro é definida como o montante total investido no ativo circulante e se refere ao total dos investimentos de curto prazo realizados pela empresa, enquanto a expressão capital de giro líquido é definida como sendo a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante e se refere ao saldo líquido de aplicações e fontes efetuados neste horizonte de tempo (VIEIRA, 2005).

Fleuriet (1980) apresentaram um novo modelo de análise do capital de giro, também conhecido como análise avançada ou análise dinâmica do capital de giro, sendo este tema retomado no trabalho de Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003).

O modelo apresentado propõe uma nova classificação gerencial para as contas patrimoniais do ativo e passivo circulante, segundo sua natureza financeira ou operacional, sendo essa segregação essencial para o processo de avaliação das necessidades de capital de giro.

O ativo circulante é dividido em ativo circulante financeiro (ACF), ou errático, e o ativo circulante operacional (ACO), ou cíclico. O ACF ou errático é constituído por elementos essencialmente financeiros, enquanto que o ACO ou cíclico é composto pelas contas diretamente relacionadas com as atividades operacionais da empresa. Da mesma forma o passivo circulante é dividido em passivo circulante financeiro (PCF), ou errático, e o passivo circulante operacional (PCO), ou cíclico, obedecendo os mesmos critérios para os ativos ou seja, o PCF constituído de elementos financeiros e o PCO de elementos operacionais.

Nesta dinâmica, a gestão do capital de giro baseia-se na análise na Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro (CDG) e Tesouraria (T).

2.2.2 Necessidade de Capital de Giro (NCG)

Quando as aplicações são superiores às fontes surge uma aplicação líquida de recursos decorrente das operações que passa a fazer parte da vida da empresa, assumindo, portanto, caráter de longo prazo. Essa aplicação de origem operacional precisa ser financiada caracterizando uma demanda de recursos que pode ser calculada no balanço patrimonial, pela diferença entre as aplicações operacionais (ativo cíclico) e as fontes operacionais (passivo cíclico), denominada necessidade de capital de giro (NCG) (VIEIRA, 2005).

A necessidade de capital de giro aparece quando no ciclo financeiro as saídas operacionais ocorrem antes das entradas de caixa, ou seja, quando o ciclo financeiro é

positivo. A necessidade de capital de giro será portanto o saldo líquido das aplicações operacionais de recursos, principalmente originárias dos investimentos nas contas de clientes e estoques (ativo cíclico), e das fontes operacionais de recursos, evidenciados principalmente pelas contas de fornecedores, salários e encargos sociais a pagar e impostos operacionais (passivo cíclico) (VIEIRA, 2005).

A necessidade de capital de giro é decorrente da defasagem entre as entradas e as saídas de caixa. Quando as saídas ocorrem antes das entradas de caixa, o valor do ativo cíclico é superior ao valor do passivo cíclico e a necessidade de capital de giro é positiva, representando uma aplicação operacional líquida de recursos. Quando as saídas acontecem depois das entradas de caixa, o passivo cíclico torna-se maior que o ativo cíclico e passa a representar uma fonte operacional líquida para a empresa (VIEIRA, 2005).

O perfil da necessidade de capital de giro é um importante fator de definição da estrutura financeira da empresa, porque representa uma aplicação permanente de recursos no giro das operações e condiciona o leque de alternativas estratégicas de investimento e financiamento a sua disposição (VIEIRA, 2005).

Existe uma relação direta entre o volume de vendas, os prazos operacionais do ciclo financeiro e o montante de recursos que precisam ser investidos no giro dos negócios através da necessidade de capital de giro. Quanto maiores forem as vendas ou o ciclo financeiro, maior será o investimento operacional na NCG, bem como o conseqüente esforço da empresa para financiá-la. Por outro lado, à medida que a empresa cresce e eleva suas vendas, aumenta também o investimento operacional na NCG. Impacto semelhante é produzido por um crescimento do ciclo financeiro decorrente do aumento dos prazos de estocagem e clientes ou por uma redução do prazo de fornecedores. A adequada administração da evolução da NCG é muito importante para a manutenção do equilíbrio e da estabilidade financeira da empresa. (VIEIRA, 2005).

É recomendável que a empresa busque financiar os investimentos no giro dos seus negócios, permanentes e de longo prazo, com recursos que tenham característica semelhante. Tais recursos estão posicionados no balanço patrimonial, nas contas passivas que representam as fontes de longo prazo à disposição da empresa, e são compostos pelo patrimônio líquido e pelo exigível a longo prazo. Essas fontes, no entanto, são utilizadas para atendimento das aplicações de longo prazo da empresa nas contas do permanente e do realizável a longo prazo, sendo que somente o saldo restante é que estará disponível para o atendimento das demais necessidades (VIEIRA, 2005).

Dessa forma, a necessidade de capital de giro deve ser, preferencialmente financiada pelo saldo líquido das fontes e aplicações de longo prazo, que compõem as contas permanentes do ativo e do passivo do balanço reclassificado. A este saldo de longo prazo denominamos capital de giro (CDG) e representa as fontes das quais a empresa deve lançar mão para financiar a NCG, de forma a manter a compatibilidade entre as características temporais das fontes e aplicações operacionais (VIEIRA, 2005).

O CDG representa uma fonte de recursos de longo prazo que pode ser utilizada para financiar a necessidade de capital de giro da empresa. É interessante observar que o CDG possui o mesmo valor que o capital circulante líquido, definido no sentido clássico como a diferença entre o ativo e o passivo circulantes. No entanto, sua base de interpretação é muito diferente. Enquanto o capital circulante líquido representa um excedente de bens e direitos disponíveis a curto prazo (ativo circulante) em relação as obrigações de curto prazo (passivo circulante), o CDG significa um excedente de fontes de longo prazo em relação às aplicações de longo prazo (VIEIRA, 2005).

2.2.3 Saldo de Tesouraria (T)

Quando os recursos de longo prazo originários do capital de giro não são suficientes à demanda operacional de recursos representada pela necessidade de capital de giro, a empresa precisa utilizar fontes de curto prazo, com o objetivo de complementar o financiamento das suas atividades. No balanço patrimonial gerencial, essas fontes podem ser calculadas através das contas erráticas, pela diferença entre as aplicações de curto prazo (ativo errático) e as fontes de curto prazo (passivo errático). Essa fonte de curto prazo é denominada saldo de tesouraria (T) ou saldo de curto prazo (SCP) (VIEIRA, 2005).

Caso o capital de giro não seja suficiente para financiar a necessidade de capital de giro, o saldo de tesouraria será negativo ($CDG < NCG$). Neste caso, o passivo errático será maior que o ativo errático, significando que a empresa utiliza recursos de curto prazo para o financiamento da NCG. Tendo em vista que a NCG é uma demanda operacional de recursos de longo prazo, é aconselhável que seja financiada com recursos também de longo prazo. Isto significa dizer que a empresa deveria dispor de CDG suficiente para financiar a NCG. No entanto, para a maior parte das empresas brasileiras isto não acontece, o que torna necessária a complementação dos recursos de longo prazo disponíveis com as fontes de curto prazo (VIEIRA, 2005).

A avaliação da situação de liquidez da empresa deve ser acompanhada por uma análise da tendência, o que pode ser realizado através da verificação da evolução do saldo de tesouraria (T) em relação à necessidade de capital de giro (NCG) e do cálculo do indicador T/NCG ao longo do tempo. Com este tipo de acompanhamento é possível identificar uma tendência de evolução das variáveis chaves e buscar elementos que permitam a elaboração de algumas hipóteses acerca do futuro (VIEIRA, 2005).

Quando ocorre uma piora desse indicador, em decorrência do crescimento relativo do saldo de tesouraria (T) como uma fonte de recursos ($T < 0$), podemos identificar a deterioração da situação financeira da empresa, num processo denominado Efeito Tesoura (VIEIRA, 2005).

Genericamente, esse processo de deterioração da situação financeira acontece quando a empresa não consegue aumentar o capital de giro no mesmo ritmo de aumento da necessidade de capital de giro. No entanto, pode ocorrer também quando o capital de giro se reduz, mesmo quando a necessidade de capital de giro permanece constante ou quando o CDG se reduz mais que a NCG. Em resumo, o efeito tesoura se instala quando ocorre um descompasso entre a evolução das fontes disponíveis de longo prazo (CDG) e as aplicações que precisam ser financiadas. Nessa situação, o saldo de tesouraria se torna crescentemente negativo, mostrando uma dependência cada vez mais acentuada dos recursos de curto prazo para o financiamento das atividades da empresa (VIEIRA, 2005).

Esse processo persistente eleva o risco financeiro e se materializa quando ocorre um crescimento significativo e continuado do saldo negativo de tesouraria, manifestado pela deterioração do indicador T/NCG ao longo do tempo. É uma evidência de um crescente desequilíbrio entre o comportamento da NCG e o CDG, provocando um crescimento significativo do saldo de tesouraria (VIEIRA, 2005).

A denominação efeito tesoura decorre do fato que, visualizado em um gráfico, o processo que provoca o afastamento das curvas da NCG (aplicações operacionais) e do CDG (fontes de longo prazo) produz o efeito visual semelhante ao obtido pelas duas partes de uma tesoura. Esse espaço, aberto entre as duas lâminas da tesoura imaginária, representa a participação dos recursos financeiros de curto prazo contidos no saldo de tesouraria (T), utilizados no financiamento da demanda operacional de recursos (NCG) (VIEIRA, 2005).

2.2.4 Criação de Valor

Para fazer frente ao custo de capital remunerando adequadamente seus fornecedores de recursos financeiros através do montante esperado de juros e lucros, a empresa dispõe dos resultados gerados pelas suas operações. É missão básica da administração selecionar e implementar alternativas de investimento com retornos pelo menos iguais, ou preferencialmente, superiores ao custo dos capitais utilizados no seu financiamento porque, de outra forma, elas não serão compensadoras. Caso seja bem sucedida nesta tarefa, alcançando retornos sobre os investimentos superiores ao custo médio ponderado dos capitais utilizados, podemos dizer que a empresa criou valor para seus proprietários. Caso contrário, terá destruído valor. Dessa forma, a empresa cria valor quando o resultado operacional é maior que o custo de capital (VIEIRA, 2005).

Criar valor deve ser o objetivo primordial da empresa e que, ao longo do tempo, o grau de sucesso alcançado na realização deste objetivo será refletido no preço das suas ações e no seu valor de mercado. Algumas empresas procuram transmitir sua visão sobre esse assunto aos investidores através dos seus canais oficiais de comunicação como o mercado (VIEIRA, 2005).

O EBITDA corresponde, em inglês, a *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou seja, significa lucro antes dos juros, impostos (sobre o lucro), depreciações e amortizações. É uma forma de medir desempenho da empresa em termos de fluxo de caixa e de auxiliar, de forma prática, no processo de avaliar a empresa como um todo.

Segundo Silva (2013) o EBITDA é uma medida de performance operacional, que considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, exceto as depreciações e amortizações.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Segundo Vergara (2009), quanto aos fins esta pesquisa classifica-se como exploratória e descritiva, no primeiro caso pois explorou o conceito de capital de giro, e no segundo, pois procurou descrever a situação encontrada pela empresa Endividada S.A quanto à gestão do seu capital de giro. Conforme afirma Beuren (2013), a pesquisa descritiva percorre aspectos ou comportamentos de uma determinada população analisada, e exploratória, pois o estudo realizado é pouco explorado por outros autores de forma específica, e visa tornar o resultado mais explícito.

Quanto aos meios de investigação, tratou-se de uma pesquisa bibliográfica, porque foi realizado um estudo sistematizado com base em materiais publicados em livros, periódicos acadêmicos e anais de congressos, assim como cita Cervo, Bervian e Da Silva (2006). Também foi realizada uma pesquisa documental, que conforme Vergara (2009) representa a análise em documentos.

Por fim, trata-se de uma pesquisa qualitativa, que segundo Ludke Menga e Marli (1986) utiliza-se de técnica descritiva, desenvolve de forma natural e flexível e analisa a realidade de forma contextualizada e complexa.

3.1 A EMPRESA ENDIVIDADA S.A

Compõe o universo da pesquisa a entidade especializada em logística e suas demonstrações contábeis e gerenciais. Fundada em novembro de 1975, a Endividada S.A. tem como atividade principal à locação de veículos e terceirização de mão de obra.

Localizada no Rio de Janeiro e com Filiais em São Paulo e Brasília, a empresa possui atualmente cerca de 700 veículos e 580 funcionários que são locados preferencialmente a órgãos governamentais que compõe cerca de 80% do seu faturamento, hoje em torno de 70 milhões de reais por ano.

O perfil da sua carteira de clientes começou a se alterar no início dos anos 90, devido a uma demanda maior dos órgãos públicos por serviços terceirizados. Sendo assim, uma nova situação patrimonial e financeira foi fatalmente observada com a alteração desta carteira.

Com esta mudança a demanda por capital de giro foi muito grande devido à falta de liquidez por parte dos órgãos públicos que dificilmente honram os seus compromissos no dia do seu vencimento, ou seja, a empresa teve um grande aumento no seu ciclo financeiro, ficando obrigada a se financiar de maneira onerosa para atender as demandas do seu novo mercado.

Este financiamento da sua operação foi aumentando de maneira gradativa o que trouxe problemas de liquidez a empresa, que hoje tem cerca de 50% do seu EBITDA comprometido com as despesas financeiras e por se tratar de uma empresa que atua preferencialmente com logística, precisa constantemente financiar o seu ativo permanente, substituindo frota ou investindo em seu pessoal.

3.2 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Apresentação dos resultados financeiros da Endividada S.A utilizando os modelos Tradicional e Dinâmico de 2013 a 2015.

Modelo Tradicional

Quadro 01 - Balanço Patrimonial

	2013	2014	2015
ATIVO	29.206.949	36.829.090	43.741.998
CIRCULANTE	8.948.454	14.061.822	20.517.472
Disponível	162.554	565.256	256.234
Aplicações Financeiras	245.519	338.044	227.573
Clientes	6.395.578	8.972.225	12.277.820
Estoques	-	212.017	134.721
Outros	2.144.804	3.974.280	7.621.125
NÃO CIRCULANTE	5.033.710	5.726.727	1.979.382
Clientes	2.013.484	2.290.691	791.753
Crédito com terceiros	3.020.226	3.436.036	1.187.629
PERMANENTE	15.224.785	17.040.541	21.245.144
Imobilizado	15.224.785	17.040.541	21.245.144
PASSIVO	29.206.949	36.829.090	43.741.998
PASSIVO CIRCULANTE	8.067.499	11.969.543	20.379.706
Empréstimos Bancários	2.100.909	3.575.457	9.352.483
Fornecedores	264.238	1.036.225	4.700.466
Obrigações Sociais e Trabalhistas	3.421.411	4.414.717	3.796.054
Impostos e Contribuições	2.280.941	2.943.144	2.530.703
NÃO CIRCULANTE	13.295.969	15.181.597	13.560.818
Empréstimos/Financiamentos	528.887	2.376.370	578.452
Parcelamento impostos	12.767.082	12.805.227	12.982.366
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	7.843.481	9.677.950	9.801.474
Capital + Reservas	5.600.000	5.600.000	5.600.000

Fonte: elaborado pelos autores

Quadro 02 – Demonstração de Resultados

	2013	2014	2015
RECEITA LÍQUIDA	54.395.189	62.014.890	66.158.165
(Custo dos Produtos Vendidos)	47.421.348	50.669.021	50.918.281
LUCRO BRUTO	6.973.841	11.345.869	15.239.884
(Despesas Operacionais)	3.049.436	6.536.594	8.307.909
LUCRO OPER. (sem Res. Fin.)	3.924.405	4.809.275	6.931.975
Receitas Financeiras	29.150	-	12.673
(Despesas Financeiras)	2.981.686	3.534.682	4.615.574
LUCRO OPERACIONAL	971.869	1.274.593	2.329.074
Resultado Não Operacional	481.390	818.136	43.008
LUCRO ANTES DO LR.	1.453.259	2.092.729	2.372.082
(IRPJ/CSLL)	502.140	666.377	747.136

Fonte: elaborado pelos autores

Quadro 03 – Índices de Estrutura, Liquidez e Rentabilidade

	2013	2014	2015
ESTRUTURA DE CAPITAL	2013	2014	2015
Endividamento	272%	281%	346%
Composição do Endividamento	38%	44%	60%
Imobilização do Patrimônio Líquido	194%	176%	217%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	72%	69%	91%
LIQUIDEZ			
Geral	0,65	0,73	0,66
Corrente	1,11	1,17	1,01
Seca	0,84	0,83	0,63
RENTABILIDADE			
Giro do Ativo	2,25	1,99	1,58
Margem Líquida	2%	2%	2%
Rentabilidade do Ativo	4%	5%	4%

Fonte: elaborado pelos autores.

Quadro 04 – Fontes e Aplicações

31/12/2013			
INVESTIMENTOS		CAPITAL DE TERCEIROS	
10.473.277		2.629.796	
		CAPITAL PRÓPRIO	
		7.843.481	
TOTAL APLICAÇÕES	10.473.277	TOTAL FONTES	10.473.277
31/12/2014			
INVESTIMENTOS		CAPITAL DE TERCEIROS	
15.629.777		5.951.827	
		CAPITAL PRÓPRIO	
		9.677.950	
TOTAL APLICAÇÕES	15.629.777	TOTAL FONTES	15.629.777
31/12/2015			
INVESTIMENTOS		CAPITAL DE TERCEIROS	
19.732.409		9.930.935	
		CAPITAL PRÓPRIO	
		9.801.474	
TOTAL APLICAÇÕES	19.732.409	TOTAL FONTES	19.732.409

Fonte: elaborado pelos autores

Modelo Dinâmico

Quadro 5 – Balanço Gerencial

	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
ATIVO ERRÁTICO	408.073	903.300	483.807
Disponível + aplicações	408.073	903.300	483.807
ATIVO CÍCLICO	8.540.382	13.158.522	20.033.666
Clientes	6.395.578	8.972.225	12.277.820
Estoques	-	212.017	134.721
Frotas p/ descarte	2.144.804	3.974.280	7.621.125
ATIVO PERMANENTE	20.258.495	22.767.268	23.224.526
PERMANENTE	15.224.785	17.040.541	21.245.144
RLP	5.033.710	5.726.727	1.979.382
PASSIVO ERRÁTICO	2.100.909	3.575.457	9.352.483
Empréstimos e Financiamentos	2.100.909	3.575.457	9.352.483
PASSIVO CÍCLICO	5.966.590	8.394.086	11.027.223
Fornecedores	264.238	1.036.225	4.700.466
Obrigações e Encargos Sociais	3.421.411	4.414.717	3.796.054
Impostos	2.280.941	2.943.144	2.530.703
PASSIVO PERMANENTE	21.139.450	24.859.547	23.362.292
PL	7.843.481	9.677.950	9.801.474
ELP	13.295.969	15.181.597	13.560.818

Fonte: elaborado pelos autores.

Quadro 06 – Fontes e aplicações

31/12/2013	
Aplicação	Fonte
NCG	T
2.573.792	1.692.836
	CDG
	880.955
31/12/2014	
Aplicação	Fonte
NCG	T
4.764.436	2.672.157
	CDG
	2.092.279
31/12/2015	
Aplicação	Fonte
NCG	T
9.006.443	8.868.676
	CDG
	137.766

Fonte: elaborado pelos autores.

Quadro 07 – Composição do endividamento 2015 x 2016

Banco	Modalidade	31/12/15	Custo a.a	31/01/16	Custo a.a	29/02/16	Custo a.a	31/03/16	Custo a.a
Banco I	Capital de Giro	3	30,35%	-	0%	-	0%	-	0%
Banco II	Capital de Giro	1.341	35,14%	972	34,52%	911	34,75%	40	31,90%
Banco III	Capital de Giro	2.020	32,22%	1.853	32,22%	1.673	32,22%	1.505	32,22%
Banco IV	Capital de Giro	2.721	24,80%	2.749	24,38%	2.539	24,36%	2.148	22,81%
Banco V	Capital de Giro	-	0%	-	0%	429	40,92%	429	40,92%
Banco VI	Financiamento	30	41,25%	9	41,25%	5	41,25%	-	0%
Banco VII	Capital de Giro	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Banco VIII	Capital de Giro	2.367	37,03%	2.872	37,03%	2.681	37,03%	2.502	37,03%
Banco IX	Capital de Giro	430	41,36%	383	35,21%	428	41,06%	436	40,99%
Banco X	Capital de Giro	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Banco XI	Financiamento	45	22,41%	24	22,40%	16	22,40%	8	22,40%
ENDIVIDAMENTO		8.957	32,09%	8.862	31,72%	8.681	32,53%	7.069	32,11%
CDI		178,38%		184,10%		188,14%		194,14%	
D Amort. Dívida				(95)		(181)		(1.612)	

Fonte: elaborado pelos autores.

Quadro 08 – Composição das contas a receber

	2013	2014	2015
CONTAS A RECEBER	8.409.062	11.262.916	13.069.573
SETOR PÚBLICO (LONGO PRAZO)	5.045.437	6.757.749	7.841.744
SETOR PRIVADO (CURTO PRAZO)	3.363.625	4.505.166	5.227.829

Fonte: elaborado pelos autores.

Quadro 09 – EBITDA

	2013	2014	2015
DESPESA C/DEPRECIAÇÃO	890.574	1.390.074	2.124.578
EBITDA	4.814.979	6.199.349	9.056.553

Fonte: elaborado pelos autores.

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

A Situação financeira da Endividada S.A nos mostra de forma detalhada o aumento do endividamento ao longo dos últimos 3 períodos e o alto custo frente ao C.D.I. O contas a receber demonstra a dependência da empresa para com o setor público que representa mais de 50% dos recebíveis. Por fim temos o EBITDA que demonstra o potencial de geração de caixa que a empresa possui.

O grande aumento do saldo em tesouraria faz com que esta empresa entre no chamado “Efeito Tesoura”, ou seja, a necessidade por recursos de curto prazo passa a ser muito grande, o que confirma a deteriorização da vida financeira da empresa e um descompasso no seu ciclo financeiro.

Através das demonstrações financeiras apresentadas no método tradicional, podemos visualizar que a empresa se endividou ao longo dos últimos 3 anos e obteve um aumento considerável no seu contas a receber, o que nos remete a um cenário preocupante, uma vez que o endividamento gera despesas financeiras e pode prejudicar o fluxo de caixa da empresa.

Através da análise dos índices percebemos que com uma margem líquida muito baixa e alto índice de endividamento a empresa poderá caminhar para insolvência. Com o quadro das fontes e aplicações identificamos grande dependência do capital de terceiros, que financia cerca de 50% dos investimentos realizados na mesma.

Com o modelo dinâmico, através do balanço gerencial, verificamos novamente o aumento do endividamento via incremento do passivo errático e o aumento do ativo cíclico com o crescimento do contas a receber. Desta forma, podemos perceber que o crescimento do passivo não operacional esta financiando o ativo operacional.

No quadro das fontes e aplicações identificamos que a NCG representa aplicação e o CDG e T representam as fontes, sendo esta configuração a mais comum no Brasil, onde a NCG é a aplicação realizada na atividade operacional que é financiada por recursos de curto prazo do saldo em tesouraria e recursos de longo prazo do CDG.

4.1 Recomendações e Simulações

A empresa está totalmente dependente da captação de recursos de curto prazo, uma vez que tem dificuldades em receber e precisa de tesouraria para se manter viva. Apesar de ter geração de caixa (EBITDA) positiva, os grandes gastos com despesas financeiras deterioram a situação. As recomendações iniciais para conter o avanço do efeito tesoura seriam: Venda da Frota (Desmobilização); Alongamento da dívida; Antecipação de Recebíveis; Busca de novos clientes do setor privado; Aporte de capital.

Com base nas recomendações iniciais, a título de exemplo simularemos fatos que permitirão uma visão projetada de uma possível reestruturação financeira.

A primeira recomendação, conforme citada anteriormente, seria a venda de R\$ 9.000.000 (nove milhões de reais) de sua frota atual, que hoje representa 50% do total de veículos que a empresa possui, por R\$ 15.000.000 (quinze milhões de reais). Além disso, a Endividada S.A deve adquirir R\$ 5.000.000 (cinco milhões de reais) através de um financiamento de veículos com prazo de 60 (sessenta) meses. Com isso a empresa teria recursos disponíveis para manter a sua atividade operacional e renovar sua frota tornando-se mais atrativa para o mercado.

A segunda recomendação consiste na renegociação de 80% de sua dívida com os bancos, através da busca de novas linhas com outras instituições com um custo menor (CDI) e maior prazo (72 meses).

A terceira recomendação representa a antecipação de 60% dos recebíveis, principalmente do setor público, no qual possibilitará obtenção de recursos de curto prazo por troca de dívidas de longo prazo.

A quarta recomendação seria a mais importante, pois como podemos observar, um dos principais problemas que agravaram a situação financeira da empresa foi a grande dependência do setor público, fazendo um descasamento completo no ciclo financeiro da empresa. Para tal simulamos um aumento do “*Market Share*” de clientes do setor privado de 40% para 60%.

A quinta recomendação consiste em um aporte de capital promovido pelos sócios atuais ou por novos parceiros em R\$ 2.000.000 (dois milhões de reais). A situação da empresa projetada para o ano de 2016 seria então, conforme Quadro 09:

Quadro 09 – Modelo Tradicional após Implementação das Recomendações

2016E	
ATIVO	56.742.000
CIRCULANTE	37.517.473
Disponível	24.622.926
Aplicações Financeiras	227.573
Clientes	4.911.128
Estoques	134.721
Outros	7.621.125
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	1.979.382
Clientes	791.753
Crédito com terceiros	1.187.629
PERMANENTE	17.245.145
Imobilizado	17.245.145
PASSIVO	56.742.000
PASSIVO CIRCULANTE	13.897.722
Empréstimos Bancários	2.870.497
Fornecedores	4.700.468
Obrigações Sociais e Trabalhistas	3.796.054
Impostos e Contribuições	2.530.703
EXIGÍVEL LONGO PRAZO	25.042.804
Empréstimos/Financiamentos	12.060.438
Parcelamento impostos	12.982.366
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	17.801.474
Capital + Reservas	7.600.000

Fonte: elaborado pelos autores.

Quadro 10 – Modelo Dinâmico após Implementação das Recomendações

2016E	
ATIVO OPERACIONAL	12.666.974
Clientes	4.911.128
Estoques	134.721
Outros Ativos Circulantes	7.621.125
PASSIVO OPERACIONAL	11.027.225
Fornecedores	4.700.468
Obrigações e Encargos Sociais	3.796.054
Impostos	2.530.703
NCG	1.639.749
FONTES DE LONGO PRAZO	42.844.278
PL	17.801.474
ELP	25.042.804
APLICAÇÕES DE LONGO PRAZO	19.224.527
PERMANENTE	17.245.145
RLP	1.979.382
CDG	23.619.751
APLICAÇÕES DE CP	24.850.499
Disponível + aplicações	24.850.499
FONTES DE CP	2.870.497
Empréstimos e Financiamentos	2.870.497
T	21.980.002

2016E	
Aplicações	Fontes
T	CDG
NCG	

Fonte: elaborado pelos autores.

Com as recomendações apresentadas, a situação financeira seria temporariamente modificada. Os recursos de longo prazo do CDG seriam suficientes para financiar a NCG e a empresa teria um excedente para aplicação no saldo de tesouraria. Esta nova estrutura representaria um cenário mais confortável do ponto de vista financeiro do que o atual, já que existiriam disponibilidades de recursos de longo prazo aplicados no curto prazo. Esta situação permitiria a troca do efeito tesoura por um “colchão de liquidez” que iria proteger a empresa contra as oscilações futuras no seu fluxo de caixa. Entretanto a empresa teria menores retornos sobre o investimento realizado criando o efeito negativo na criação de valor, já que o investimento operacional estaria menor.

Além das medidas acima citadas, seria muito importante um trabalho de gestão de caixa, no qual a empresa teria um controle completo das suas necessidades, possibilitando uma grande flexibilidade devido ao controle diário.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho possibilitou o estudo da reestruturação financeira baseada no modelo dinâmico x modelo tradicional contribuindo para a capacidade de geração de alternativas a uma empresa com problemas financeiros, objetivando uma possível redução dos custos de captação através da “troca” de dívida e contribuindo para melhora no fluxo de caixa da empresa estudada. A presente pesquisa apresentou uma análise dos anos de 2013 a 2015 demonstrando o processo de saneamento financeiro.

Foi possível verificar que o modelo dinâmico agrega ao modelo tradicional uma visão amplamente qualificada em relação à situação financeira atual e futuras projeções. É possível concluir que não existe modelo dinâmico sem o suporte do modelo tradicional, bem como não seria possível analisar os dados de uma empresa de forma objetiva com apenas um dos modelos, pois ambos se complementam.

Verificou-se que a empresa em questão apresentava situação de extrema dependência de recursos de curto prazo, uma vez que possui dificuldades em receber e precisa de tesouraria para se manter viva. Apesar de ter geração de caixa (EBITDA) positiva, os grandes gastos com despesas financeiras deterioraram a situação. As recomendações iniciais propostas no trabalho, com a intenção de conter o avanço do efeito tesoura foram: Venda da Frota (Desmobilização); Alongamento da dívida; Antecipação de Recebíveis; Busca de novos clientes do setor privado; Aporte de capital.

A implementação das recomendações apresentadas implicaria na mudança da situação financeira, já que os recursos de longo prazo do CDG seriam suficientes para financiar a NCG e a empresa teria um excedente para aplicação no saldo de tesouraria. Esta nova estrutura representaria um cenário mais confortável do ponto de vista financeiro do que o atual, já que existiriam disponibilidades de recursos de longo prazo aplicados no curto prazo. Esta situação permitiria a troca do efeito tesoura por um “colchão de liquidez” que iria proteger a empresa contra as oscilações futuras no seu fluxo de caixa. Entretanto a empresa teria menores retornos sobre o investimento realizado criando o efeito negativo na criação de valor, já que o investimento operacional estaria menor.

Adicionalmente às medidas acima citadas, seria muito importante um trabalho de gestão de caixa, no qual a empresa teria um controle completo das suas necessidades, possibilitando uma grande flexibilidade devido ao controle diário.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2013.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C., GAPENSKI, Louis C. **Administração financeira: teoria e prática**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campos, 1999.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2011.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; DA SILVA, R. **Metodologia científica**. 6.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **O Modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

FLEURIET, M. **A Dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro**. 2. ed. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1980.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Education, 2010.

LUDKE MENGA, A.; MARLI, E. D. **Pesquisa em educação: abordagem qualitativa**. São Paulo: EPU, 1986.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

FERREIRA, A. C.; MENEZES, J. P. C. B.

SILVA, José Pereira. **Análise financeira das empresas**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2009.

VIEIRA, Marcos Villela. **Administração estratégica do capital de giro**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005.