

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise da Eficiência de Empresas de Capital Aberto Pela Ótica das Demonstrações de
Resultado

Paulo Eduardo Meira de Castro Anderson

No. de matrícula: 0911311

Orientador: Maria Elena Gava

Junho 2014

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise da Eficiência de Empresas de Capital Aberto Pela Ótica das Demonstrações de
Resultado

Paulo Eduardo Meira de Castro Anderson

No. de matrícula: 0911311

Orientador: Maria Elena Gava

Junho 2014

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a
nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Índice

Introdução	4
Capítulo 1: Eficiência e Produtividade	6
Capítulo 2: As empresas consideradas ideais.	11
Capítulo 3: As eficiências no DRE	15
Capítulo 4: Os dados e suas interpretações	17
Capítulo 5: Produtividade Financeira	28
Conclusão	35
Bibliografia	36

Introdução

Desde que investidores tiveram opções de quais empresas poderiam comprar, tem havido a questão: como decidir qual empresa comprar?

Comprar uma empresa não precisa ser a totalidade do empreendimento; pode ser, inclusive, apenas uma única ação.

O problema se amplifica quando se vê crescer a quantidade de empresas à venda, principalmente no mercado de ações.

Quando uma empresa abre seu capital, seus investidores tornam-se inúmeros e, até certo ponto, anônimos.

O novo dono de uma ação pode ser um veterano de negócios no segmento econômico daquela empresa. Da mesma forma, poderia ser o padeiro de uma cidade pequena do interior.

A acessibilidade aos mercados de ações democratiza a propriedade do capital e permitem quebrar a velha barreira de “operário e capitalista”, como visto no jargão popular.

Dado que qualquer pessoa pode adquirir ações de uma empresa, que seja de capital aberto, a renda do capital se torna uma ferramenta de poupança e renda complementar.

A maturidade de algumas economias tem levado centenas de empresas a buscar capital financeiro através do mecanismo de abertura de capital.

Com tantas opções, e com uma base tão diversa de pessoas que podem vir a adquirir estas pequenas parcelas de empresa, como saber qual comprar?

O investidor dispõe de recursos limitados. Isto inclui renda, conhecimento e tempo. Ele não poderá comprar todas as empresas. Ele não terá tempo para investigar a fundo todas elas. E o conhecimento do qual ele dispõe será ou geral ou específica. Dificilmente será geral e específico.

Algumas empresas serão desejáveis; outras não. A atratividade das empresas está ligada à capacidade de gerar lucro. A empresa somente terá lucro se é bem administrada, tiver um bom produto e tiver um futuro no mercado em que atua.

Existem pessoas que investiram muito tempo em aprender a procurar as empresas ideais. Em muitos casos, os fracassos têm sido os melhores professores.

Somas vultosas de dinheiro já foram perdidas, e com esta amargura evitam-se cometer os mesmos erros futuramente.

Estas pessoas que dedicam suas vidas inteiras a procurar as melhores metodologias, a fim de filtrar as empresas ideais, acabam desenvolvendo técnicas um tanto informais. Aqui não se falará dos profissionais que utilizam teorias de *valuation* e portfólio. Tratará-se do tipo de investidor que depende, em grande parte, do balanço financeiro.

As técnicas informais acima mencionadas têm fundamentos formais. Lastreado em administração, contabilidade e bom senso. Porém, os critérios de escolha, em sua grande maioria, são fruto de observações empíricas ao longo da “carreira” de investidor destes indivíduos.

Para estas técnicas, faz-se a pergunta: há outra forma de chegar às mesmas conclusões?

Idealmente, um método formal seria de grande valor, pois assim, podem-se reforçar as conclusões. Adicionalmente, um método formal pode aprimorar a técnica de diminuir margens de erro que possam existir. Alternativamente, poderiam simplesmente facilitar o uso da computação para aliviar parte da carga de trabalho ao peneirar os dados das empresas.

O personagem escolhido neste trabalho é o investidor Warren Buffet. É um dos investidores mais renomados e mais exitosos do nosso tempo. A filosofia e os critérios de escolha do Sr. Buffett foram publicados num livro escrito pela sua nora. Vê-se que as decisões que são tomadas, lastreiam-se fundamentalmente nos relatórios financeiros que são publicados anualmente.

A aproximação formal que será proposta tratará de comparar se as duas formas de pensar sobre os números levam às mesmas conclusões.

A tese principal que norteia a metodologia deste notável investidor é a de que há um diferencial competitivo nas empresas que valem a pena. Isto é, há uma eficiência implícita nas empresas que as fazem se destacar.

A seguir, será tratada a questão da eficiência. Este conceito tem diversas dimensões, como será demonstrado. Mas o que de fato ressoa é a necessidade de ter um bom nível de eficiência para gerar a boa dinâmica que levará uma empresa a se dar bem.

Logo em seguida, trata-se dos critérios de escolha do Warren Buffet e como se pode aplicar isto a algumas empresas brasileiras. Por motivos de viabilidade do escopo deste trabalho, omitem-se alguns dos critérios defendidos por ele.

Tratará-se então do tratamento formalizado, utilizando os balanços das empresas de capital aberto ao longo de um grande período.

Capítulo 1: Eficiência e Produtividade

O mercado de ações oferece uma gama de empresas de naturezas tão distintas quanto os métodos que se dispõem no mundo financeiro de analisá-las. Notavelmente, existem duas vertentes de análise que mais se destacam no mundo de investimento: a técnica, e a fundamentalista. Cada um tem seus seguidores, mas para os propósitos desta exposição irá se focar numa área da análise fundamentalista que trata de um olhar minucioso sobre os balanços de pagamento.

De acordo com o investidor Warren Buffet, a empresa que se deveria procurar é aquela que detém uma vantagem competitiva duradoura. Os números contidos na demonstração de resultado da empresa (DRE) indicariam se a empresa detém este atributo, ainda segundo o Sr. Buffet.

O DRE é um conjunto de números contábeis, apresentado trimestralmente com os balanços financeiros das empresas de capital aberto. Nele, encontram-se os fluxos de receitas e gastos.

O problema que se poderia vislumbrar é precisamente como determinar se a empresa detém esta vantagem duradoura. Existem várias métricas de produtividade e eficiência. Algumas destas medidas são publicadas para o mercado, enquanto outras são disponibilizadas internamente às empresas. Ainda, existem as medidas sub-departamentais chamadas de KPI (*Key Performance Index*), que visam guiar os esforços da empresa de forma específica.

Os números confidenciais poderiam indicar uma ampla gama de problemas, ou promessas, que o contraporiam a seu concorrente na hora de decidir entre investir em um ou no outro.

Uma preocupação é o efeito destas medidas na a operação diária da empresa. É possível que a atividade de medir a produtividade possa interferir na própria atividade de produzir. Isto é, o ato de medir é uma atividade que subtrai produtividade da

empresa. Por esta razão, o uso dos balanços financeiros servirá para indiretamente chegar às interpretações sobre a produtividade interna da empresa. De forma resumida: se a empresa está bem em todas suas áreas, e possui vantagem competitiva, isto irá se refletir no balanço.

Antes de prosseguir com esta análise, será apresentado uma definição de produtividade e os tipos de produtividade que poderiam ser contemplados.

Produtividade Definida

“Productivity is commonly defined as a ratio between the output volume and the volume of inputs.”¹

Essencialmente, qualquer resultado que esteja relacionado com um valor aplicado pode servir como medida. Assim pode-se considerar o PIB por horas trabalhadas, unidades produzidas por unidade monetária investida, e outros.

De acordo com o guia de produtividade criado pelo governo da Cingapura² (“*A Guide to Productivity*”), a medida de produtividade ajuda determinar se a organização está progredindo bem. E também o quão efetivamente e eficientemente a organização gerencia seus recursos.

Com esta simples ideia, pode-se enxergar como esta simples medida ou métrica pode ajudar a identificar uma empresa com vantagem competitiva. A durabilidade desta vantagem competitiva há de ser vista na tendência de longo prazo, mas difícil de ser prevista.

Ainda de acordo com “*A Guide do Productivity*”, existem dois tipos de indicadores de produtividade: *Labour Productivity* e *Capital Productivity*. Enquanto o primeiro relaciona o valor agregado por funcionário (seja pelo custo do trabalho ou horas trabalhadas), o segundo relaciona o valor agregado per cada unidade monetária de capital.

¹ Defining and Measuring Productivity, documento da OCDE.

² O governo da Cingapura criou um programa titulado “*SPRING Singapore*” com o objetivo de incentivar o empreendedorismo local e aumentar a produtividade das empresas, a fim de manter uma economia competitiva.

O Valor Agregado, como definido nesse manual, é a diferença entre o valor da receita em relação aos custos de materiais e serviços para gerar a receita. Talvez seja mais fácil apresentar este conceito como um terceiro tipo de produtividade: A Produtividade Financeira.

A Produtividade Financeira satisfaz a condição de medida de produtividade por permitir relacionar quanto dinheiro entra como razão do fluxo de dinheiro destinado a custos. Assim, mantém-se a unidade monetária como unidade de medida, e permite utilizar os custos dos diversos materiais e serviços na métrica.

Produtividade do Trabalho

A produtividade do trabalho sempre gerou discussões no mundo acadêmico, especialmente no que se trata das formas de coletar dados e metodologia de contagem. Na essência, o que se procura saber são quantas horas trabalhadas geraram certo volume financeiro de receita (Schreyer and Pilat, 2001).

Os problemas que surgem nestes estudos abarcam questões como a qualidade dos trabalhadores não sendo homogênea para fins de considerar as horas de fato trabalhadas. Existem também os problemas de coleta de dados, seja pelas próprias empresas, seja por amostragem a partir de pesquisas oficiais do governo (Schreyer and Pilat, 2001).

Como o investidor teria que considerar estes problemas metodológicos através de várias indústrias, este método de avaliar a produtividade é pouco útil para um analista. Não quer dizer que não dê pra usar este resultado para entender melhor a empresa, mas numa abordagem mais generalista é pouco útil para filtrar empresas que tenham indícios de competitividade duradoura.

Produtividade de Capital

A produtividade do capital é considerada um clássico na Economia, mas traz seu próprio conjunto de entraves metodológicos. Há o grande debate de o que se define como capital. Em seguida há a discussão da forma de mensuração da sua produtividade.

Pode-se estar considerando o quanto ela opera em termos da capacidade plena, ou quanto de produto ela extrai em relação ao seu custo (operacional, aluguel, uso alternativo).

Segundo (Schreyer and Pilat, 2001), existem varias medidas de capital encontradas com frequência em estatísticas econômicas que não são adequadas em medir a produtividade. Um dos componentes que se traduz em dificuldade é a depreciação. Seja ela contábil ou real.

Uma comparação que não se encontra com frequência é a analogia entre depreciação do capital com a curva de aprendizado do trabalhador. Desde a época de Adam Smith é dito que ao repetir uma tarefa, o trabalhador irá ganhar eficiência na execução de sua tarefa. Mais ainda se for submetido a programas de treinamento.

Além do salário gasto com o trabalhador, há o custo destes treinamentos e os incentivos financeiros, como bônus ou participação dos lucros. Continuando a analogia, isto seria uma espécie de manutenção. O que talvez diferenciasse o capital humano do capital-maquina seria a natureza da atividade executada e como a idade pode vir a afetar a curva de aprendizado.

O capital é um componente importante a ser considerado, especialmente quando uma empresa está prestes a investir na agregação ou substituição de capital. Isto irá gerar um desembolso em curto prazo, com a promessa (e um pouco de incerteza) sobre os ganhos futuros que este aporte irá gerar.

Enquanto a importância deste componente não pode ser denegrida; o analista irá encontrar dificuldade em conciliar este tipo de medida com o filtro que irá ajudar identificar empresas com uma vantagem competitiva duradoura.

Produtividade Financeira

As medidas de produtividade mencionadas anteriormente ajudam a inspirar o conceito de produtividade financeira. O principio básico acaba sendo o mesmo: qual é a relação do que sai dado o que entra. Neste caso, dinheiro.

Volumes financeiros permitem utilizar uma unidade de medida comum às diversas categorias e permitem quantificar facilmente os ganhos e perdas. Adicionalmente, como os insumos são comprados no mercado e o produto final é vendido neste mesmo mercado, existe um preço para tudo.

Por se tratar de um assunto delicado, o fluxo de dinheiro é fiscalizado por varias entidades. O governo quer garantir que impostos sejam pagos, os acionistas querem receber seus dividendos, os fornecedores querem ser pagos.

Numa empresa de capital aberto, o fluxo de dinheiro num período (trimestre) é publicado na Demonstração de Resultados do Período (a DRE). Aqui, o analista teria acesso ao quanto foi gasto nos insumos, administração, pagamento de juros e impostos a fim de relacionar estas variáveis com a receita.

O que se tratará a frente é precisamente como estas variáveis agem entre si ao longo do tempo para determinar se a empresa apresenta uma vantagem competitiva duradoura.

O governo da Cingapura criou uma metodologia semelhante no seu programa *SPRING Singapore*³, onde incentivam empresários a aumentarem a produtividade das suas empresas. O método se titula de Valor Agregado. Nele, utiliza-se a receita do produto, e subtraem-se os custos diretos que levaram à criação do produto. A desvantagem deste método é que enquanto utiliza a DRE da empresa, é a versão do DRE mais detalhada que é somente acessível internamente à empresa.

³ A Guide to Productivity

Capítulo 2: As empresas consideradas ideais.

Ao iniciar-se a busca por empresas de capital aberto para compor um portfólio um investidor pode considerar a seção de finanças de um jornal decente. Lá ele irá achar o nome de todas as empresas que estão sendo negociadas em bolsa. No caso dos EUA serão mais de mil empresas. No Brasil, em torno de quinhentas.

Seja qual for o país, a lista de ações será um convite a muitas horas de pesquisa. Muitas dessas horas serão gastas em investigar empresas cuja mera cogitação haverá sido uma perda de tempo, pois nunca terão a saúde financeira para dar retornos aos seus acionistas.

Em livro publicado pela Mary Buffet ⁴, nora do megainvestidor Warren Buffet, há um conjunto de princípios contábeis que são indicados para identificar as empresas que seriam as mais prováveis em ter um retorno financeiro desejável. Os princípios em si são de conhecimento geral para contadores e administradores familiares com os balanços de empresas. O que diferencia está exposição é como os números são vistos pelo Sr. Warren Buffet.

A seguir serão discutidos os critérios defendidos pelo Sr. Buffet. Mas, para propósitos deste trabalho, se vê necessário comentar que tais informações são vistos como balizadores à tomada de decisão, e não valores absolutos que indiquem a compra ou desconsideração de qualquer ativo financeiro. Como mencionado no livro, tratam-se de regras gerais; podendo haver exceções.

De acordo com Buffet (2008), o Warren Buffet se interessa em empresas que possuem perfis que ele considera desejáveis: são empresas que vendem um produto ou serviço único e são compradores e vendedores de baixo custo de um produto que o mercado consistentemente precisa.

O fato de a empresa conseguir manter custos de produção baixos é um indicativo de boas práticas administrativas. A manutenção de preços baixos de venda o torna

⁴ Buffet, Mary; Clark, David, *Warren Buffet and the Interpretation of Financial Statements*. Será usado a notação Buffet (2008) daqui em diante.

competitivo ante seus competidores. Um serviço ou produto único reduz o risco de competição entre múltiplos fornecedores.

Todos estes fatores indicam que as empresas desejadas são aquelas que não participam de um mercado de competição perfeita e que conseguem, eficientemente, maximizar os lucros. De certa forma, são empresas que participam de oligopólios, mas que conseguem se destacar ante seus competidores via diferenciais na administração.

Esta propriedade da empresa se manter a frente dos seus competidores é considerado pelo Warren Buffet uma “vantagem comparativa”. E é a durabilidade desta vantagem comparativa que é vista como chave da riqueza. Mais do que crescimento expressivo e números que deem inveja, ou então que se destaquem em análises numéricas; a durabilidade desta vantagem competitiva é percebida na consistência dos números. É analisado se a empresa consegue consistentemente manter um patamar elevado de margens brutas. Manter consistentemente um nível baixo, ou nulo, de dívida.

5

É também considerado se pesquisa e desenvolvimento é uma prioridade ou não. O não ter que aportar recursos financeiros para pesquisa e desenvolvimento de produtos ou serviços indica que seu produto ou negócio está longe de ser abatido no mercado competitivo. Claro, existem exceções, então há de se ver o contexto do produto ou empresa. Tal seria o exemplo da Coca Cola em comparação com um telefone celular. No primeiro caso temos uma bebida que é preferida e imutável. No segundo caso, se trata de um bem que está sempre sendo superado tecnologicamente e por concorrentes.

Ao não ter que reinventar seus produtos, o dinheiro pode ser realocado ao marketing do produto e principalmente realocado à remuneração dos acionistas.

Faz-se a pergunta: onde se acham os números que irão dizer se a empresa está com vantagem comparativa e se merece consideração maior? Nos balanços financeiros da empresa. “São os balanços financeiros que dizem ao [Warren Buffet] se ele está olhando para uma empresa medíocre para sempre ancorado nos pobres resultados, ou se é uma empresa com vantagem comparativa”⁶.

⁵ Buffet (2008)

⁶ Buffet (2008)

Caracteristicamente, é considerado a Demonstração de Resultados do Exercício (*Income Statement*). A DRE é tipicamente menos usada do que o balanço patrimonial na avaliação inicial de ativos financeiros, mas aqui será defendido que é mais importante começar pelo DRE. Enquanto o balanço de pagamentos é uma medida de estoque, o DRE é uma medida de fluxo. Isto é, consegue-se usar o DRE para ver qual foram as receitas da empresa num dado período e o que aconteceu com os recursos financeiros conforme se descontam os diversos tipos de custo.

Segundo Buffet (2008), “a origem dos lucros é mais importante do que os lucros em si”. Ainda, uma receita elevada não é uma garantia de um lucro alto. Assim, pode-se interpretar o comportamento financeiro de uma empresa. Inter temporalmente poderá se ver a tendência e consistência de um dado comportamento. Por exemplo, a margem bruta. Neste caso haveria indicação de como os custos de produção participam da receita. Uma margem menor indica mais espaço para manobra e alto valor agregado.

Se houvesse uma comparação entre duas empresas semelhantes, poderia se ilustrar comportamentos diferenciados como, por exemplo, os gastos com administração em relação à receita gerada. Isto poderia ajudar a questionar as empresas no momento de decidir qual sistema de gerencia funciona melhor.

Os números que são apresentados como ideais em Buffet (2008) estão a seguir:

- Margem Bruta: 40% ou maior.
- VGA (Gastos em Vendas, Geral e Administrativo) em relação ao lucro bruto: até 30% ou no máximo 80%.
- P&D: o mais próximo de 0% possível.
- Depreciação em relação ao lucro bruto: 10% ou menor.
- Juros em relação ao lucro operacional: 15% ou menor.
- Lucro Líquido em relação a receita bruta: ideal é 20% ou maior. 10% ou abaixo é indesejável. Entre 10% e 20% é uma área cinzenta.

Os valores aqui apresentados são passíveis de flexibilidade na interpretação. Alguns setores podem ter empresas que apresentam números longe desses ideais. Um exemplo seria o setor bancário. É dado como exemplo o caso da Wells Fargo (banco dos EUA) que pagava (na data de publicação do livro) 30% de juros em relação ao lucro operacional. Esta era a menor porcentagem dentre o setor bancário.

No geral, estes valores indicam e se reforçam uns aos outros em apontar a possível existência de uma vantagem competitiva duradoura. Uma margem bruta elevada indica um produto com alto valor agregado e pouca competição baixando o seu valor. Os gastos administrativos e de vendas indicam como a empresa vê seus setores administrativos e de marketing. Um gasto em P&D baixo afugenta as incertezas sobre a empresa em continuar existindo, ou sendo feita obsoleta por outra.

O pagamento de juros, a primeiro momento, ilustra os hábitos de endividamento da empresa; mas acaba ilustrando quem se beneficia mais ao fim do dia: o acionista ou quem emprestou dinheiro.

O lucro líquido é visto como uma margem de manobra para épocas de crises econômicas. Uma empresa mal administrada e com baixa margem de lucro irá sucumbir à falência (muito provavelmente). Este número, porem, não é visto de forma isolada. Deve ser analisada junto com os valores que o precedem. Se há uma tendência estável ou de crescimento no tempo, a empresa está mantendo sua competitividade ou ainda melhorando sua habilidade de extrair rentabilidade do negocio⁷.

Além da DRE existem outros fatores contábeis que compõem a análise do Warren Buffet sobre as empresas ideais para adquirir, como o balanço patrimonial e o fluxo de caixa. Será limitado somente até este ponto o escopo de análise a fim de investigar se estes parâmetros propostos levam a resultados semelhantes a análise proposta no seguinte capítulo.

Adicionalmente, devido a limitações criadas pelo conflito no sistema contábil dos E.U.A. e os padrões contábeis brasileiros, somente se fará uso da margem bruta, do VGA e da margem do lucro líquido.

Para o propósito desta exposição, estes fatores serão suficientes para fazer as comparações oferecidas adiante.

⁷ Buffet (2008)

Capítulo 3: As eficiências no DRE

As DREs (Demonstrações de Resultados do Exercício) das empresas de capital aberto mostram o fluxo financeiro para o período. Tipicamente são publicados resultados trimestrais ou anuais. A necessidade de dados mensais não se faz necessário, pois estes já se encontram acumulados nos dados trimestrais. É possível que se considerem absorvidos quaisquer impactos anormais de um dado mês.

Independente da discussão de periodicidade dos dados, a DRE é um indicador do perfil de composição do comportamento financeiro de uma empresa em se tratando da receita e os gastos. A visão deste comportamento é enriquecida ao se encontrar uma serie temporal de DREs. Isto é, pode-se ver a evolução de relações entre as variáveis.

Argumenta-se que conforme se amadurecem as empresas haveria um ganho de eficiências, produtividades maiores, padrões de comportamento consolidados. Isto levaria a suposições de previsibilidade no comportamento e resultados futuros das empresas.

No seguinte capítulo será apresentado uma análise sobre uma amostra de empresas de capital aberto do mercado brasileiro. Nisto, se espera identificar comportamentos e hábitos de interesse para nossas análises e para contrapor aos parâmetros apresentados no último capítulo.

Existem vários fatores que interessariam ao investidor e outros que talvez não se considerem tão frequentemente na forma que será exposta.

A receita da empresa que está sendo bem gerida, ou então com um produto que o mercado deseja se vê crescer ao longo do tempo. As pressões inflacionárias e as competências seus fornecedores irão afetar a relação da margem bruta e poderão até mesmo ter relação com outros gastos como, por exemplo, os gastos administrativos.

Supõem-se, e espera-se ver que, conforme o tempo passa, apresentam-se ganhos devido às curvas de aprendizado dos funcionários, a memoria institucional e

crescimento das empresas e que apareçam ganhos de escala para melhorar ou, no mínimo, manter a margem bruta.

Pela ótica da evolução de gastos administrativos, espera-se observar um aumento da receita da empresa, mesmo com defasagem. Caso contrário, se houver queda na receita há evidências de má gestão; a não ser que haja imposição de aumentos salariais sem que houvesse melhoria produtiva.

Vale ressaltar este último ponto. Devido a negociações anuais sindicais, o dissídio é o reajuste salarial dos trabalhadores. Com isto, empresas ficam compelidas a premiarem seus funcionários com aumento de renda. O dissídio pode não estar relacionado com a evolução da produtividade dos trabalhadores.

Ao passar do tempo também se esperaria ver uma diminuição das dívidas, aliviando assim os pagamentos de juros como proporção do lucro operacional.

Capítulo 4: Os dados e suas interpretações

Antes de entrar no mérito da interpretação dos dados, vale ressaltar alguns pontos metodológicos. Alguns de natureza histórica e outros de natureza estrutural.

O Brasil tem uma história curta na tradição de atuar nas bolsas de valores. A poupança privada, administrada pelas próprias pessoas, ainda é pequena se comparada com outras economias.

A herança de diversos planos econômicos, momentos políticos, políticas de comércio e desenvolvimento industriais; tal como os momentos de hiperinflação, levando em conta inclusive os momentos de indexação, deixaram o Brasil sem uma tradição contínua de longo prazo de investimento⁸.

Por tais motivos, as séries históricas não se estendem de forma tão abrangente quanto se desejaria para um tópico que depende de horizontes consideravelmente longos. Para os propósitos destas análises, se dará início às séries históricas no ano de 1994 quando se inicia o período do Plano Real, e o presente período de moeda, patamar inflacionário, e tradição econômica.

Eventualmente, utilizaram-se os dados que iniciam no ano de abertura de capital da empresa.

Adicionalmente, vale se ressaltar o número baixo de empresas de capital aberto, afetando assim uma busca qualitativa, e prejudicando boas comparações entre empresas de um único setor. Isto, num cenário onde já se encontrariam poucas, ou nenhuma, outras empresas concorrentes às que já existem e detém as aparentes vantagens comparativas.

É possível que existam mais empresas num dado setor, mas por não serem de capital aberto deixam pouca margem de manobra.

⁸ Giambiagi, Fabio. *Economia Brasileira Contemporânea*.

No contexto histórico deste país, com a proteção às indústrias e as imposições alfandegárias a produtos de ultramar, é de se esperar pouco incentivo para que se observe alto nível de eficiência e produtividade nas empresas.

As empresas consideradas ideais pelo Warren Buffett.

Dados os critérios indicados anteriormente, dispomos então de balizadores para estabelecer um processo de eliminação.

Para este trabalho, foi necessário utilizar dados obtidos na Economatica. Este sistema agrega todos os balanços empresariais publicados ao redor do mundo. Assim, é possível escolher o país de origem, o segmento de empresa, ou até mesmo filtrar através dos critérios desejados pelo usuário.

Identificar empresas cujo perfil é indesejável é relativamente simples. Ao não satisfazer o critério, rejeita-se a empresa e segue-se para a próxima.

Neste trabalho, escolheram-se algumas empresas sem rejeitar nenhuma. Isto irá servir para comparar e ilustrar o emprego dos critérios em ação.

Ao invés de se utilizar todos os critérios utilizados pelo Warren Buffett, utilizam-se três: a margem de lucro, a margem bruta e a margem de vendas e administrativo em relação ao lucro bruto.

O primeiro critério que permite eliminar um número considerável de empresas é o de margem bruta. A margem bruta é essencialmente o quanto a empresa tem de recursos financeiros uma vez que se subtraem os custos de produção da receita. Neste caso, utiliza-se a receita líquida, já que são descontados impostos como o ICMS.

Este critério, segundo Buffett (2008), é um bom indicador da natureza do segmento em que a empresa atua. Margens apertadas podem indicar alta competitividade ou então um mercado onde se requer um dispêndio alto em insumos a fim de ter um produto para vender.

Ainda segundo Buffett (2008), o critério apresentado como desejável é qualquer valor acima de 40%. Isto é, os custos de produção se limitam a 60% da receita. É considerado importante ter uma margem boa, pois ainda irão se descontar os custos administrativos, de vendas, impostos. Para o investidor, o lucro líquido é de grande interesse e um espaço pequeno de manobra na margem bruta já dificulta chegar ao resultado de interesse.

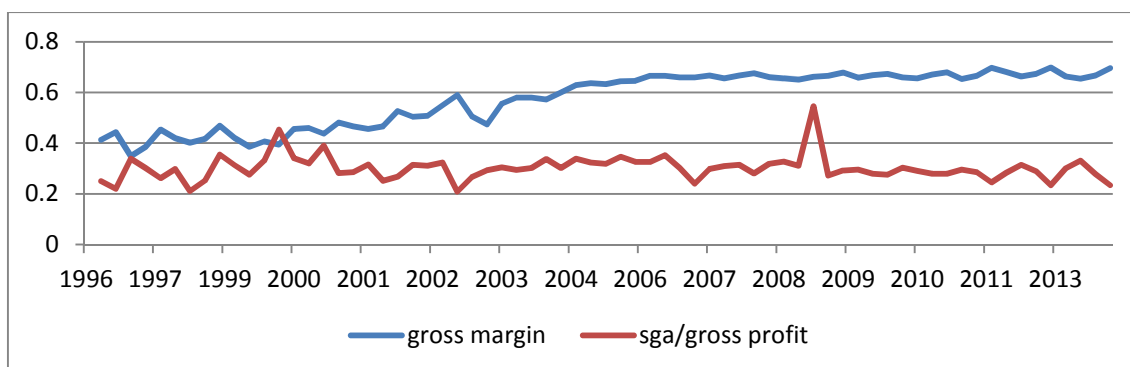
Outro critério que é de grande interesse é precisamente o de gastos com administração e vendas. Buffett (2008) coloca este limite em 30% a 80% do lucro bruto. O ideal é que seja até 30%. Entre 30% e 80% é considerada uma área cinzenta, mas que podem se encontrar diversas oportunidades interessantes de investimento.

Qualquer patamar de gastos VGA (vendas, geral e administrativo) que seja acima de 80% indica uma empresa que irá ter problemas, ou então pouquíssimo lucro para seus acionistas.

Consistência é outro fator que é advogado em Buffett (2008). Não basta uma empresa apresentar um resultado bom num ano somente. A empresa deverá conseguir replicar resultados de forma consistente ano após ano. Qualquer empresa sofrerá com uma crise financeira na Economia, mas a consistência dos resultados ao longo de vários anos indica uma boa gestão.

A seguir ilustramos alguns exemplos de empresa e como estes dois critérios se aplicam a eles.

AMBEV



Fonte: Economatica 1

Aqui se observam a margem bruta (gross margin) e o VGA (sga/gross profit) para a AMBEV.

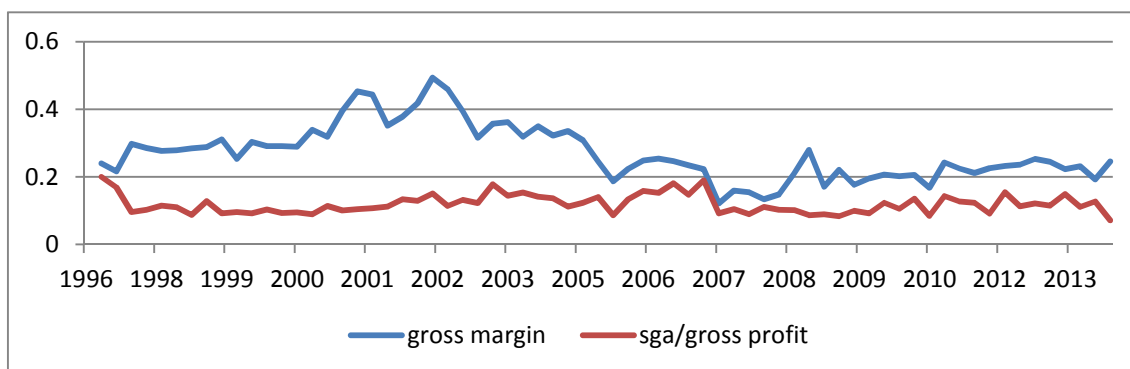
Trata-se de uma empresa cuja produção principal é a de cerveja. Detém poucos concorrentes, e ao mesmo tempo é dona de várias marcas de cerveja.

Para os últimos sete anos, observa-se que a margem bruta se comporta de forma bem consistente e bem acima dos 40% desejados pelo Warren Buffett. De fato, desde 2004 a empresa consegue manter uma margem bruta acima de 60%. Somente um número muito pequeno de empresas de capital aberto no Brasil detém este tipo de margem.

Em relação ao VGA, há uma consistente manutenção deste patamar em torno dos 30%. Tão poucas foram as vezes que passou de 40% que estatisticamente podem se considerar anomalias.

Dado o comportamento consistente destes dois fatores e o fato que satisfazem os critérios mencionados, esta empresa não seria rejeitada durante uma filtragem.

EMBRAER



Fonte: Economatica 2

Aqui se observam a margem bruta (gross margin) e o VGA (sga/gross profit) para a EMBRAER.

Trata-se de uma empresa de capital aberto que fabrica aviões regionais. É uma das cinco principais fabricantes de aviões no mundo, e tem no seu portfolio uma família de produtos respeitada.

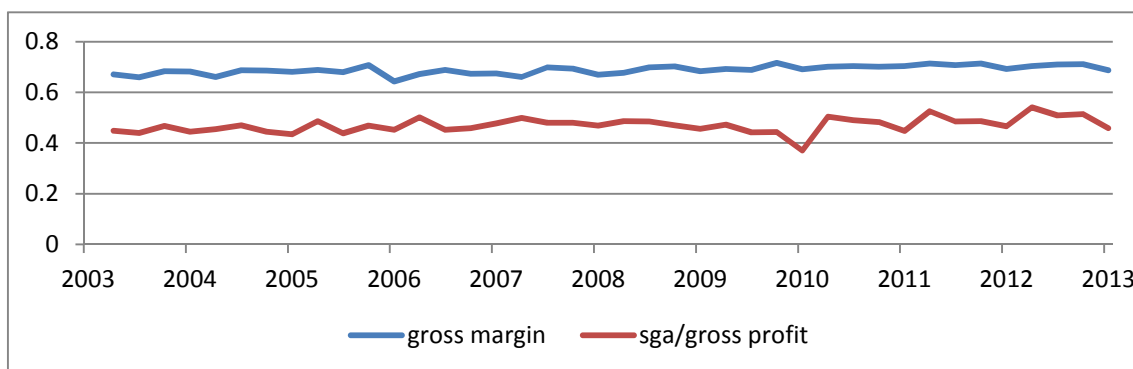
Observa-se que a margem bruta praticamente não se mantém acima dos 40% no período avaliado. De fato, mantém-se em torno dos 20% de forma consistente durante os últimos sete anos.

O VGA, por outro lado, mantém-se consistentemente em torno dos 10% para quase o período inteiro avaliado.

É claro que o custo de produção é alto, levando em conta que os insumos são altamente especializados, e muitos destes dependem da variação cambial, já que são fornecidos por fabricantes fora do Brasil. Em contrapartida, as vendas dos produtos também dependerão de variações cambiais, já que esta empresa exporta uma parte relevante de sua produção.

Apesar do bom nível de gastos administrativos e com vendas, a margem bruta o coloca fora dos limites desejados. Assim, numa filtragem que iniciasse com a margem bruta, a Embraer seria rejeitada.

NATURA

**Fonte: Economatica 3**

Aqui se observam a margem bruta (gross margin) e o VGA (sga/gross profit) para a NATURA.

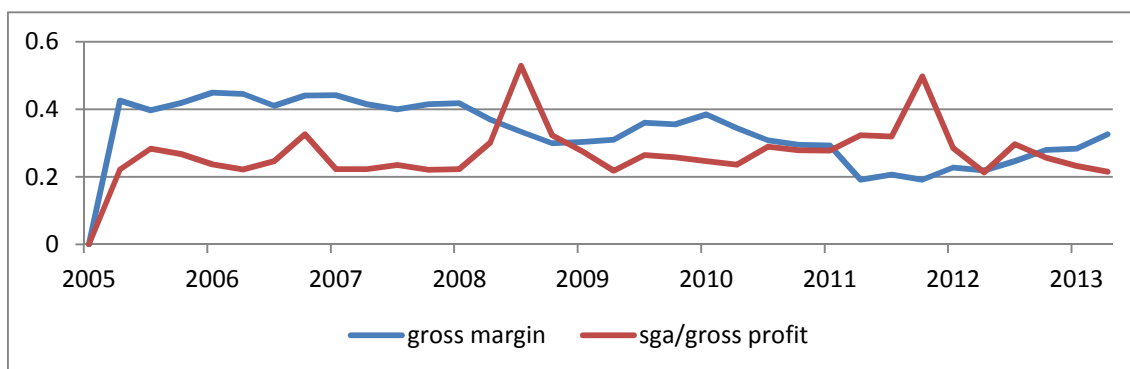
Trata-se de uma empresa de bens de consumo, cujo portfolio de produtos abrange maquiagem, sabão e fragrâncias, entre outros. No Brasil, parece ter poucos concorrentes, entre os quais se encontram o Boticário e a Granado.

A margem bruta desta empresa é extremamente consistente no período analisado. Observa-se que esta margem gira em torno dos 65% a 70%. Isto indica que os produtos têm um alto valor agregado e que ela consegue se destacar no mercado de forma significativa e consistente.

Já o VGA gira num nível acima dos 30% que são considerados ideais. Porém, bem abaixo dos 80% que determinariam seu corte da lista. Novamente, apresenta-se um comportamento altamente consistente ao longo do período analisado, girando em torno dos 45% a 50%.

Devido ao VGA, esta empresa está na área que Buffett (2008) considera cinzenta. Apesar disto, a consistência ao longo do tempo e a margem bruta elevada o colocam longe de ser rejeitada.

ROMI

**Fonte: Economatica 4**

Aqui se observam a margem bruta (gross margin) e o VGA (sga/gross profit) para a ROMI.

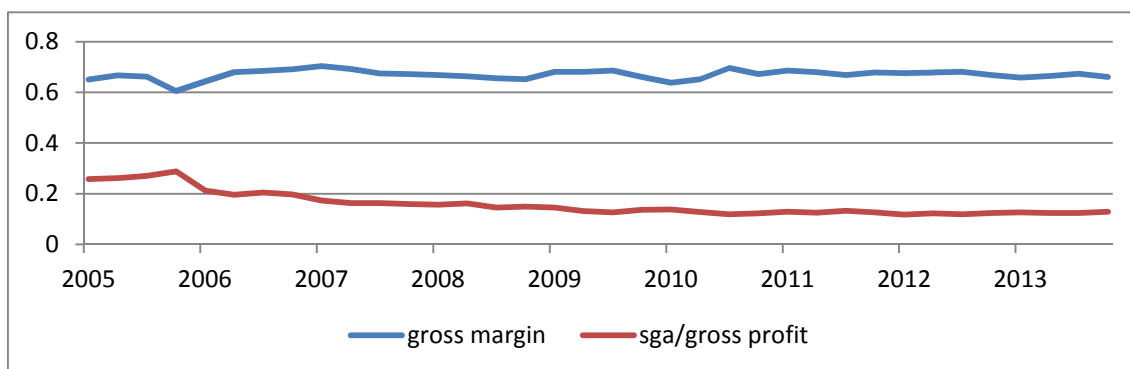
A Industrias Romi é uma fabricante de bens de capital. Na sua história, ela mudou de foco diversas vezes, assim mantendo um portfólio de produtos instável.

Apesar de sua capacidade de reinvenção, observa-se que a margem bruta orbitava em torno dos 40%, seguindo então para uma queda que chegou aos 20%. A falta de consistência ao longo do tempo, sem indicação para onde esta métrica está tendendo, coloca esta empresa aquém dos limites desejados para este critério.

O VGA desta empresa também apresenta um comportamento errático. Apesar de a média geral ser de aproximadamente 25%, sua variância ao longo do tempo fazem deste fator desconfortável para indica-la como sendo bem gerida.

A baixa margem bruta já faria com que esta empresa fosse rejeitada. E enquanto o VGA não fizesse com que fosse desconsiderada, a análise de consistência colocaria em duvida a permanência desta empresa na lista filtrada.

TOTVS



Fonte: Economatica 5

Aqui se observam a margem bruta (gross margin) e o VGA (sga/gross profit) para a TOTVS.

Trata-se de uma empresa que fornece programas de computador para o gerenciamento de empresas. A pesar de nova, ela detém espaço e respeito no mercado brasileiro.

Este tipo de empresa tipicamente se beneficia dos baixos custos de produção, já que ao completar a fase de desenvolvimento, a criação de cópias dos programas para revenda é comparativamente baixo.

Observa-se que esta empresa se junta às poucas empresas brasileiras que mantém margens brutas acima de 60%, e de forma consistente. De fato, para o período analisado, a margem bruta parece flutuar em torno dos 65%.

O VGA, por sua vez, é caracteristicamente baixo. Flutuando abaixo dos 20% e de forma consistente em torno dos 15%, esta empresa se demonstra capaz de aliar boa gestão ao alto valor agregado.

Esta empresa, devido às suas métricas, satisfaz plenamente os dois critérios desejados pelo Warren Buffett. Desta forma, esta empresa fica longe do corte por sua margem bruta e longe da área cinzenta.

A Margem de Lucro

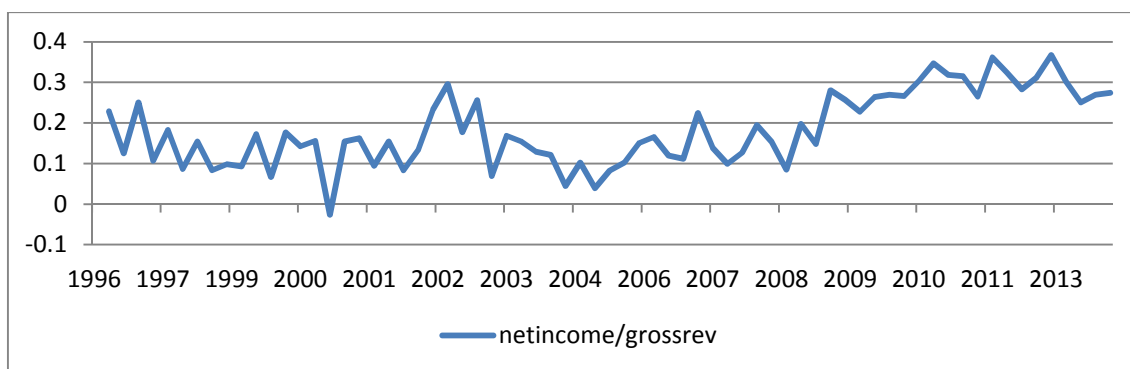
Enquanto estas empresas apresentadas acima demonstram critérios importantes, há ainda um terceiro fator que é determinante para indicar a atratividade de uma empresa. Trata-se do lucro.

O lucro é avaliado como componente primário para dar retorno a um investimento. É a remuneração do risco ao qual o investidor se submeteu, e o *sine quoniam* da existência de uma empresa.

Buffett (2008) determina que a empresa ideal seja aquela que apresenta uma margem de lucro, em relação à receita bruta, acima de 20%. Abaixo de 10% seria rejeitado. O espaço entre estes dois limites é, novamente, uma área cinzenta. Para estas áreas cinzentas, a perspectiva de crescimento e melhoria da empresa pode ter um peso maior.

A seguir apresentam-se algumas margens de lucro:

AMBEV

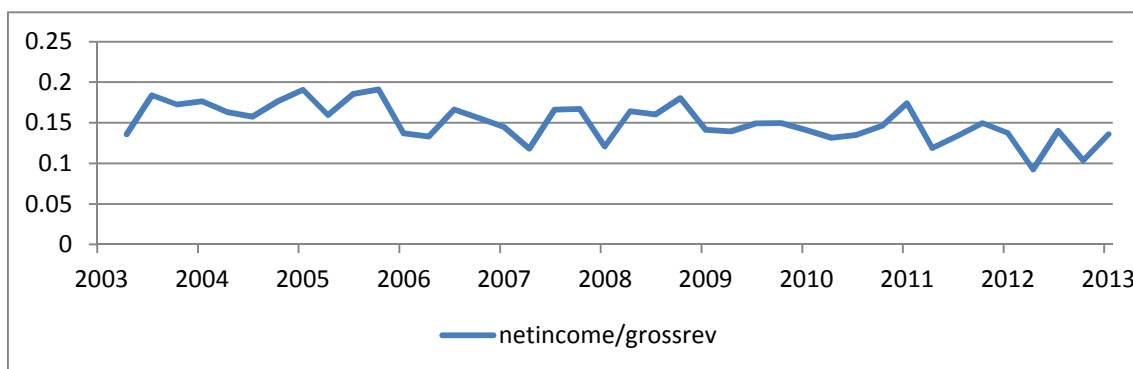


Fonte: Economatica 6

Observa-se aqui a margem e lucro em relação à receita bruta. Nota-se que a Ambev manteve-se durante muito tempo na área cinzenta, de vez em quando apresentando uma margem de lucro abaixo do limite de 10%. Na média, porém, manteve-se entre 10% e 20%. Em tempos recentes, a margem de lucro apresenta um crescimento significativo, colocando-o em torno de 30%. Isto é bem acima dos 20%.

Devido à consistência vista dos outros critérios, é bem provável que a empresa consiga manter uma margem de lucro elevada. Porém, há de se investigar se de fato existe mérito interno para este resultado; se é sustentável. E principalmente se as condições da Economia permitirão a continuidade destes resultados.

NATURA

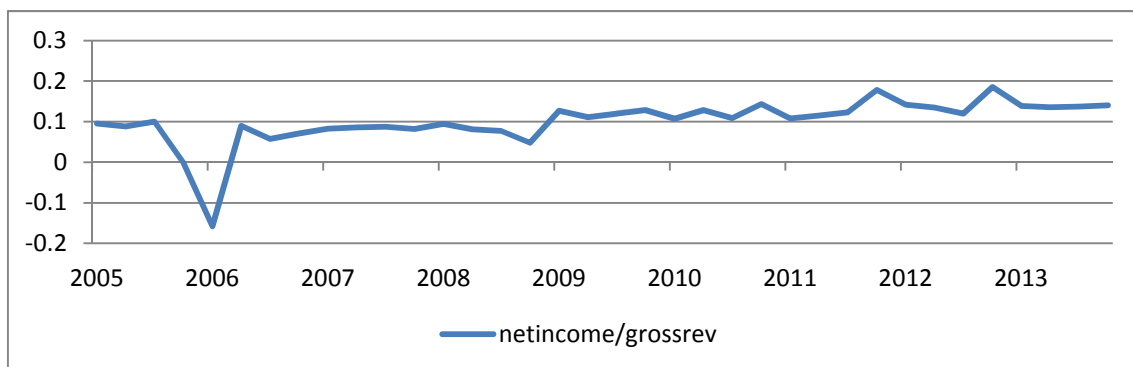


Fonte: Economatica 7

A margem de lucro da Natura, em relação à receita bruta, é preocupante. Apesar da baixa volatilidade no resultado, há uma evidente queda linear ao longo do tempo. Saindo de uma região acima de 15%, tempos recentes apresentam uma margem de lucro entre 10% e 15%. É de se esperar que a tendência de queda não continue.

Por ser uma empresa que fornece bens de consumo, é necessário levar em conta uma análise da Economia em que esta empresa opera. É possível que a inflação tenha algum efeito sobre as dinâmicas do negócio, ou então tivessem mudanças internas para que a empresa se adequasse a princípios de práticas ecológicas ou de sustentabilidade.

TOTVS



Fonte: Economatica 8

Por ser relativamente nova, a Totvs apresenta margens abaixo do desejado para os anos iniciais do período analisado. Porém, a partir de 2009, apresenta patamares acima dos 10% mínimos desejáveis, e alia-se ao que parece ser uma tendência de crescimento consistente.

Devido à consistência dos outros critérios apresentados, esta empresa pode possuir características que o carreguem para frente, e forneça lucros atrativos para seus acionistas em anos futuros.

Ao todo, estas três métricas escolhidas do Warren Buffet, aliado ao conhecimento do tipo de produto que as empresas produzem, podem indicar características essenciais das empresas.

Ao eliminar várias empresas de uma lista inicial, é arguido por Buffett (2008) que há uma eficiência intrínseca nas empresas, ou que possuem uma vantagem comparativa que possibilitarão a longevidade da empresa.

A seguir, trata-se de apresentar uma forma alternativa de utilizar estes mesmos dados, e tentar chegar às mesmas conclusões que neste capítulo.

Capítulo 5: Produtividade Financeira

Conforme foi apresentado no capítulo de Eficiência, este trabalho defende a existência da eficiência financeira. Isto é, quanto dinheiro é ganho para cada unidade de dinheiro gasto num negócio.

A Demonstração de Resultados do Exercício é a janela que existe para olhar dentro das finanças das empresas. Por este motivo, foca-se nas empresas de capital aberto.

Por lei, é necessário que estas empresas divulguem ao mercado este relatório, acompanhado de outras informações financeiras.

Por se tratar de um relatório de fluxo, é possível observar quanto foi gasto e ganho num período. O balanço patrimonial, em comparação, só indica o volume financeiro dos ativos e passivos no final de cada período. Ou seja, um estoque, ou foto daquelas variáveis naquele momento.

Para manter consistência com o capítulo anterior e facilitar as comparações, utilizam-se as mesmas empresas.

Foram escolhidas quatro métricas para tratar de capturar a evolução da eficiência das empresas:

- Eficiência em relação aos gastos administrativos:
 - Custo de produção
 - Receita
- Eficiência em relação da receita
 - Custo de produção
 - Custo de Vendas

Da mesma forma que se buscava identificar empresas com durabilidade e capacidade de manter consistência no capítulo anterior, aqui se busca identificar a mesma coisa. A diferença se dá em identificar o grau de eficiência da empresa, e se esta consegue aumentá-la ou então manter sua consistência.

Quando se trata de medir o custo de produção em relação à administração, isto implica em medir a capacidade da empresa desenvolver a capacidade de negociação ou de buscar novos fornecedores cujos custos sejam mais competitivos.

Os departamentos responsáveis pela negociação de condições comerciais com seus fornecedores são essenciais em manter os custos dos insumos de produção em patamares baixos. As ações deste departamento e as boas práticas de gestão de outros departamentos tem um efeito direto sobre o custo de produzir.

Ao tratar-se da receita em relação ao gasto administrativo, está se medindo a capacidade de gestão. A quantidade de pessoas trabalhando no setor administrativo, a qualidade das projeções e a reputação do gerenciamento podem ter um impacto sobre a receita.

Em tempos recentes, pode-se utilizar esta métrica para questionar os dissídios em relação à produtividade dos administradores de uma empresa.

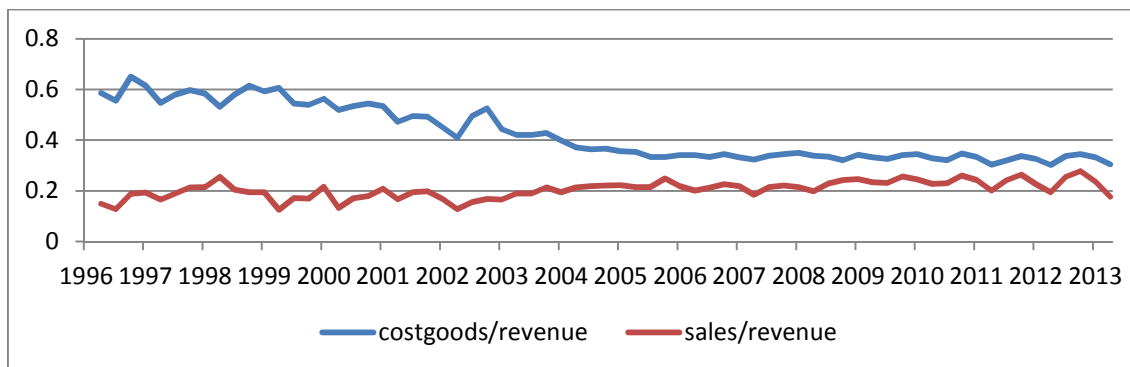
Deve-se considerar, porém, os efeitos da Economia sobre a receita. As ações dos administradores não estão completamente independentes da Economia; mas a capacidade da administração responder às flutuações da Economia se reflete nesta eficiência.

É também desejável considerar a relação com a receita da empresa. Ao se considerar o custo de produção em relação à receita, espera-se que a tecnologia e a curva de aprendizagem da organização apresentem uma melhora nesta relação. Ao passar do tempo, deverá se testemunhar uma redução nas perdas e um ganho marginal de produção.

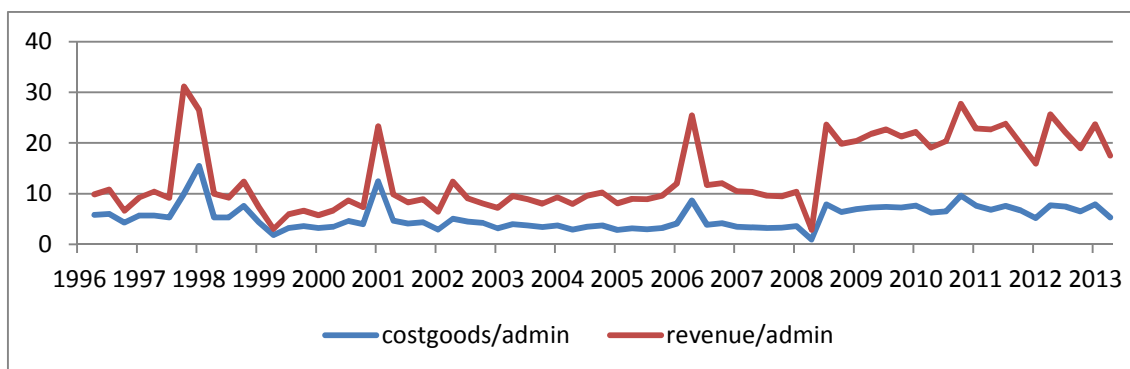
Em se tratando de contrapor o custo de vendas à receita, aparece aqui o cerne dos esforços de vender os produtos. Este, talvez, seja mais essencial para empresas que vendem bens de consumo. Ao vender proporcionalmente mais unidades de produto para cada Real gasto com vendas a empresa está fazendo algo certo.

Apresentam-se a seguir algumas empresas:

AMBEV



Fonte: Economatica 9



Fonte: Economatica 10

Observa-se que a Ambev conseguiu, ao longo do tempo, reduzir a relação de custo de produção em razão da receita. Isto indica uma empresa que está constantemente evoluindo sua produção, visando diminuir gastos e perdas.

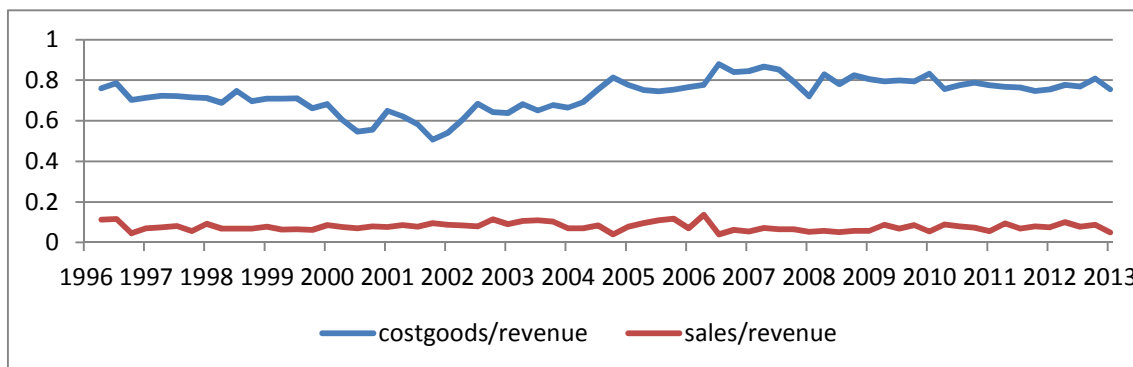
Porem, a relação do custo de vendas em razão da receita não tem seguido a tendência esperada. A leve, mas constante elevação desta relação indica que para cada real gasto com as vendas, há um retorno menor do que proporcional nas receitas.

Pelo lado da administração, observa-se que há uma certa constância ao longo do tempo. O ano de 2008 parece ter dado um choque permanente ao nível desta relação, mas há uma consistência nesta variável.

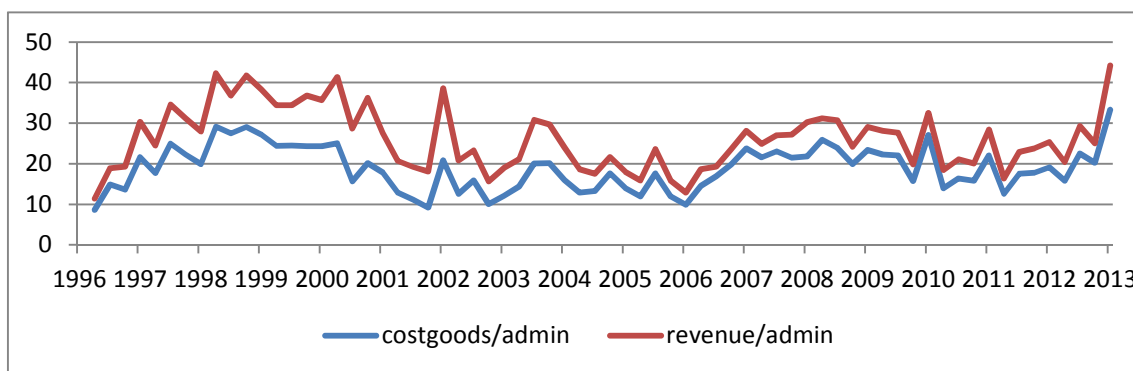
A receita em razão do custo com administração mostra um aumento significativo a partir de 2008, e indica manter-se constante, apesar de ter mais variabilidade do que em períodos anteriores.

Ao julgar a Natura por estas métricas, observa-se que esta empresa retrata uma consistência de eficiência, com aumento na eficiência ao se focar no custo de produção em razão da receita.

EMBRAER



Fonte: Economatica 11



Fonte: Economatica 12

Observa-se que a Embraer mantém uma consistência razoavelmente constante quando se refere às produtividades do custo de produção em razão da receita e do custo de vendas.

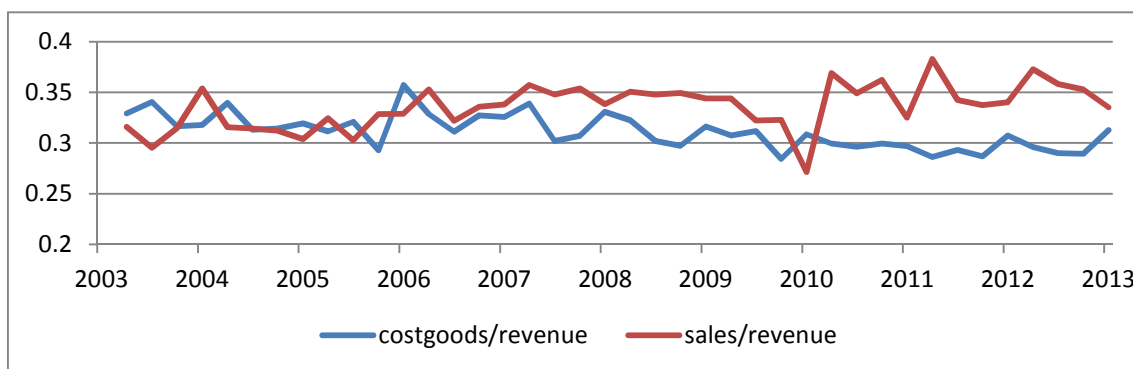
De fato, por não se tratar de uma empresa de bens de consumo, os gastos com venda podem manter-se restritos e constantes.

A relação entre o custo de produção e a receita é a inversa direta da margem bruta. Mas, indica o grau de eficiência que se busca.

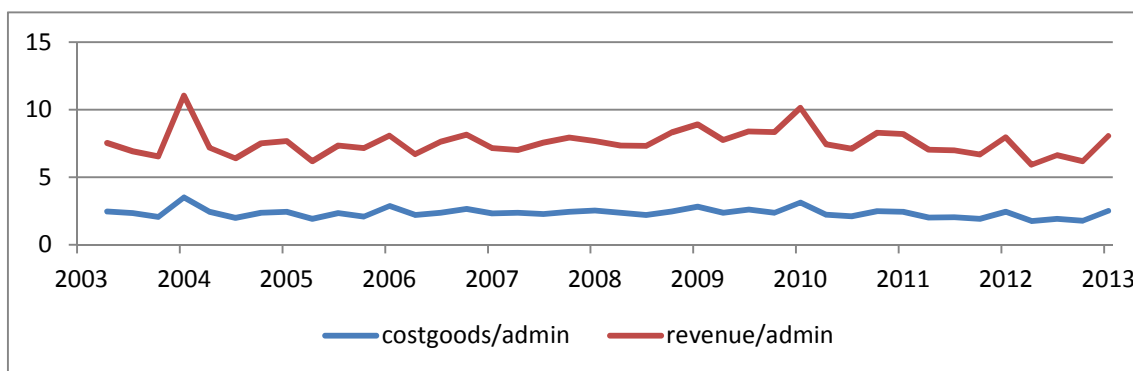
Tanto o custo de produção quanto a receita em razão dos gastos administrativos variam de forma quase conjunta. Existe pouca constância ao longo do tempo e impossível determinar desta forma a evolução de produtividade nestas métricas.

Devido a flutuação do segundo conjunto de eficiências, esta empresa seria rejeitada.

NATURA



Fonte: Economatica 13



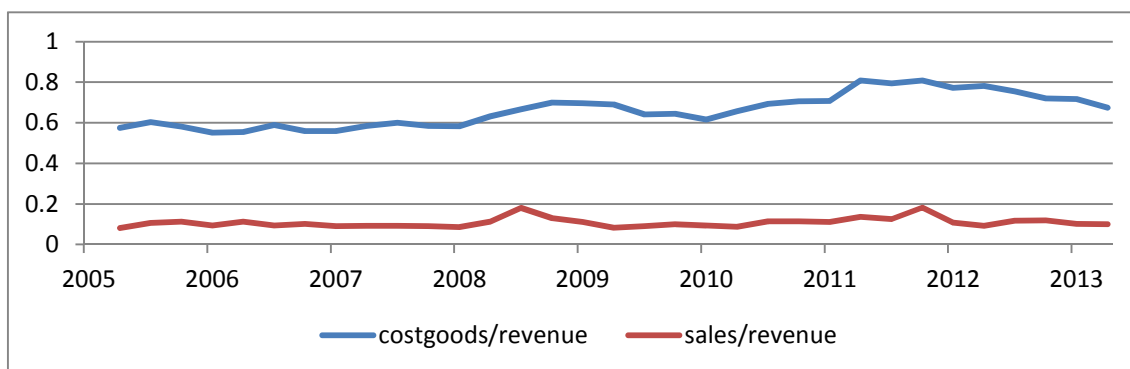
Fonte: Economatica 14

A Natura apresenta uma melhoria gradual e constante na eficiência do custo de produção em razão da receita. Observa-se que além de apresentar uma queda constante, também há uma redução da variância desta métrica ao longo do tempo.

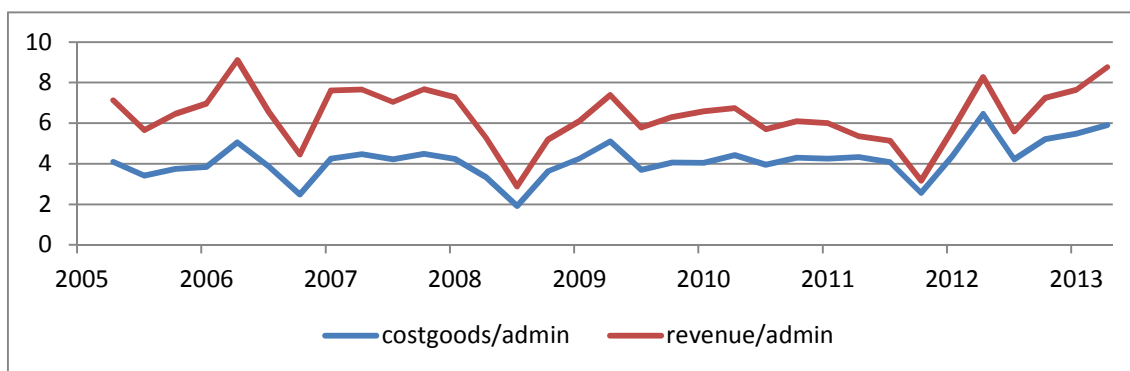
No que se refere ao custo de vendas em razão da receita, há um aumento de variância ao longo do tempo. Apesar disto, a média parece manter-se estável, pelo menos em tempos recentes.

A eficiência do custo de produção e da receita em razão dos custos de administração são altamente consistentes no tempo. Somente no caso da receita, parece haver uma ligeira queda na eficiência, mas pode ser devido a contratações, ou aumentos salariais.

ROMI



Fonte: Economatica 15



Fonte: Economatica 16

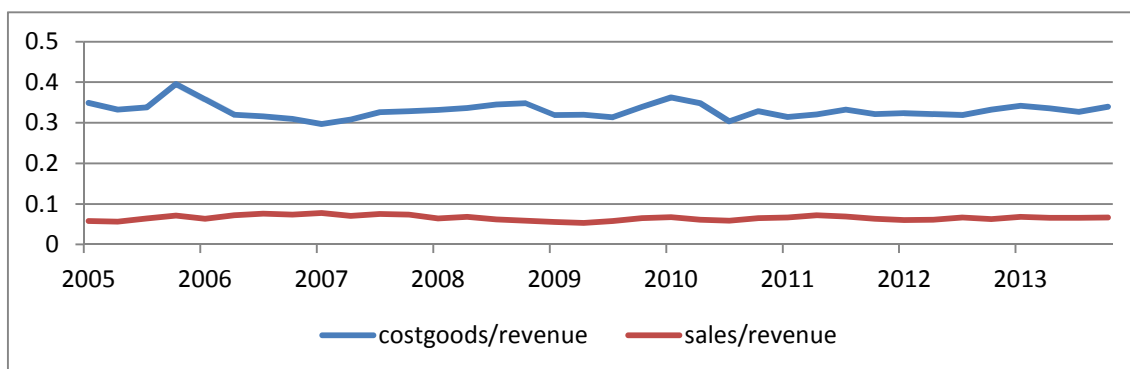
A Romi apresenta uma eficiência de custo de vendas em razão da receita altamente constante ao longo do tempo.

Infelizmente, demonstra uma queda de eficiência no custo de produção em razão da receita.

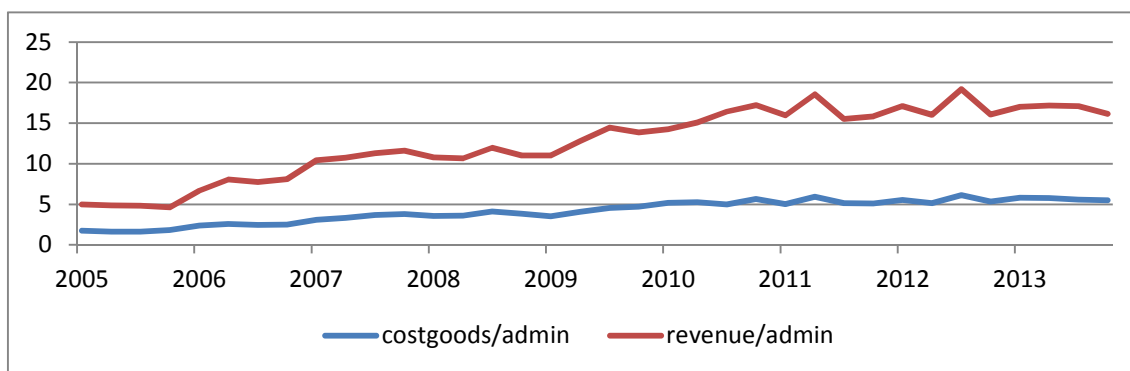
A eficiência, tanto do custo de produção, quanto da receita em razão do custo administrativo mostram-se erráticos e tendem a mover-se para uma perda de eficiência.

Esta empresa seria facilmente rejeitada pelos critérios de eficiência.

TOTVS



Fonte: Economatica 17



Fonte: Economatica 18

A Totvs apresenta eficiência constante para o custo em razão da receita e do custo de venda em razão da receita.

Em relação à eficiência da receita em razão do custo administrativo, observa-se um aumento constante ao longo do tempo.

A eficiência do custo de produção sofreu uma ligeira piora ao longo do tempo, mas estabiliza-se, e consegue manter-se menor do que o aumento de eficiência da receita.

Esta empresa não seria rejeitada.

Percebe-se que, por enquanto, está aproximação de eficiência é altamente interpretativa. Porém, é altamente indicativo das evoluções de eficiência que se apresentam dentro das empresas.

Conclusão

Os critérios apresentados em Buffett (2008) são muito mais criteriosos e definidos do que a aproximação da formalidade que tratou-se de apresentar neste trabalho.

Esta aproximação, enquanto altamente interpretativa, pode ajudar a complementar os critérios acima mencionados.

A busca pelo aumento na eficiência das empresas é condizente com os cinco casos apresentados, naquilo que se refere à atratividade das empresas para investimento.

O que foi proposto como formalidade permite visualizar a evolução de relações importantes, e de certa forma induzir a imaginação sobre os ganhos de eficiência.

Seria necessário o emprego de ferramentas mais avançadas de econometria para ajudar a distinguir os efeitos de relação e causalidade entre as diversas variáveis.

No entanto, consolida-se como essencial a durabilidade da empresa, e a trajetória pela qual ira trilhar para atingir a longevidade.

Ambos os métodos ajudaram a rejeitar as mesmas empresas, no caso Embraer e Romi. Estas empresas se beneficiaram do mercado de ações como ferramenta de financiamento. Mas poderá ser que os investidores não tenham se beneficiado em contrapartida.

Existem diversas empresas que atingem o imaginário das pessoas, falíveis na sua condição de seres humanos. Casos como a Varig e as empresas X, do Eike Batista, lembram-nos que a marca e o imaginário levam ao desuso do racional para a tomada de decisões.

A utilização de critérios, como os do Warren Buffet, aliados à tecnologia da informação para ajudar a peneirar, podem prevenir erros na tomada de decisões. Estes métodos, contudo, não são infalíveis, mas certamente demarcam a trilha longe do precipício.

Bibliografía

SCHREYER, P.; PILAT, D. MEASURING PRODUCTIVITY. **OECD Economic Studies**, n. 33, p. 127–170, 2001.

A Guide to Productivity Measurement. SPRING Singapore, www.spring.gov.sg

Defining and Measuring Productivity. OECD, www.oecd.org/std/productivity-stats

Giambiagi, Fabio. *Economia Brasileira Contemporanea*

Buffet, Mary; Clark, David. *Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements*. Scribner 2008.