



**SNPTEE  
SEMINÁRIO NACIONAL  
DE PRODUÇÃO E  
TRANSMISSÃO DE  
ENERGIA ELÉTRICA**

GEC 25  
14 a 17 Outubro de 2007  
Rio de Janeiro - RJ

**GRUPO VI  
GRUPO DE ESTUDO DE COMERCIALIZAÇÃO, ECONOMIA E REGULAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA**

**A GESTÃO FINANCEIRA AGREGANDO VALOR À RENTABILIDADE DO ACIONISTA: UM ESTUDO DAS GERADORAS DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRAS**

**José Roque Fagundes da Silva \***

**Janeide Domingos dos Santos Lima**

**Companhia Hidro Elétrica do São Francisco – Chesf**

**Universidade Federal de Pernambuco - UFPE**

**RESUMO**

Acertar na gestão financeira é uma das coisas que definem um negócio bem administrado. Errar leva invariavelmente a uma crise e, com frequência, à insolvência. Uma das características da boa gestão financeira é o envolvimento ativo dos gerentes financeiros na criação de valor ao acionistas. Uma das formas de avaliação é a comparação do Retorno Operacional do Investimento (ROI) com o Custo de Capital de Terceiro (Kt). Este trabalho objetiva apresentar um modelo para “**quantificar a contribuição da gestão financeira à rentabilidade do capital próprio**” (expresso em %), utilizando como base as demonstrações contábeis das geradoras de energia elétrica brasileira.

**PALAVRAS-CHAVE**

Alavancagem, dívida, lucro, retorno, spread.

**1.0 - INTRODUÇÃO**

O principal objetivo da gestão de uma empresa é elevar o retorno do investimento realizado pelos acionistas. As empresas, ao utilizarem capital de terceiro buscam aumentar a rentabilidade do capital próprio. Para melhorar seus resultados, muitas empresas estão fazendo uso de uma técnica avançada em finanças, antes, usada quase que, exclusivamente, pelo sistema financeiro: a *alavancagem financeira*. Esta prática, antes confinada aos comitês de créditos e de investimentos dos bancos, estão migrando para os departamentos financeiros das empresas, como uma ferramenta de gestão estratégica, no processo da administração financeira. A agregação de valor pela área financeira é uma demonstração de solidez da atual situação econômica de uma empresa.

O tema abordado neste trabalho são dirigidos a todos os administradores e não apenas aos profissionais de finanças, devido ao longo alcance das implicações financeiras. Acontecimentos em áreas como *compliance*, gestão de riscos e avaliação de desempenho, por se aplicarem às finanças têm enorme impacto sobre as decisões-chave de qualquer empresa. Esses impactos não são apenas no gerenciamento de linha, mais também nas funções de apoio, como RH, marketing, compras e TI – em muitos casos, ainda determina se algumas ou todas essas funções devem continuar ou não “*in-house*”. Além disso, a qualidade da gestão financeira afeta diretamente o papel e a reputação tanto dos diretores executivos como dos não-executivos, especialmente em empresas de capital aberto.

As mudanças que estão ocorrendo na gestão financeiras são cada vez mais, determinadas por fatores externos. Em todas as outras áreas da vida comercial, a globalização tem sido uma grande influência. O crescimento dos mercados de capitais internacionais dominados por demandas de “valor para o acionista” é outro forte conjunto de influência sobre a gestão financeira. Ao fazer a balança do poder pender para os acionistas, e não mais para os executivos, a abordagem de valor para o acionista forneceu uma estrutura clara para as principais decisões financeiras e criou restrições rigorosas, como por exemplo, a capacidade das empresas de conservar dinheiro em caixa.

De acordo com BROWN (2006), antigamente, os CEOs e os tesoureiros batalhavam para gerir o caixa e diminuir o custo de capital. Embora ainda sejam atividades importantes, há fortes indícios de que uma faixa mais ampla de atividades financeiras pode exercer um impacto significativo sobre os resultados das empresas. É por isso que a presença do diretor financeiro torna-se cada vez importante na hora de tomar decisões, não apenas para fazer os cálculos de um projeto, mas para compreender as implicações estratégicas de uma determinada decisão.

### 1.1 Por que a ênfase na agregação de valor para o acionista?

Estudiosos da área de finanças são unânimes em afirmar que os executivos devem “maximizar” o valor para o acionista, e alegam os seguintes motivos: a) saída – o acionista tenderá a vender suas papéis se não estiver satisfeito, derrubando o preço das ações; b) voz – o acionista pressionará, recorrendo a processos democráticos, por mudanças que o beneficiem; e c) disputa pelo controle – a companhia será tomada e gerenciada por terceiros se os responsáveis em exercício não apresentarem o desempenho esperado.

O acionista vê a companhia como uma entidade econômica que está sempre em busca da eficiência e maximização de valor. Já as partes interessadas que não tem participação acionária, os chamados *stakeholders* enxerga a companhia como um grupo diversificado, que se reúne em nome de um propósito comum o bem de todos.

Elementos do debate sobre “sustentabilidade” também estão sendo acrescentado na conta da gestão financeira. Não faz muito tempo, a idéia do relatório “*triple bottom line*” com enfoque nas áreas financeira, social e ambiental seria considerada excêntrica, para não dizer irrelevante. Agora crescem as demandas por sua adoção ampla, o que representa todo um novo mundo para muitas empresas e um novo conjunto de desafios para os diretores financeiros (CFOs).

## 2.0 - ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS OPERACIONAL ADOTADAS PELAS GERADORAS

Conhecer o desempenho de uma empresa é fundamental. Entender as estratégias operacionais, de investimentos e de financiamentos, alinhada a correta utilização dos princípios econômicos e financeiros, são detalhes que diferenciam uma empresa geradora das demais e garantem a prosperidade do negócio a longo prazo.

Nesta seção será apresentada uma visão comparativa das performances das principais empresas geradoras, através dos indicadores de análise da estratégia operacional e seus determinantes (ROI, margem e giro), e seus respectivos *benchmarking*.

### 2.1 Análise dos Retorno Operacionais dos Investimentos - ROI

A relação entre o lucro operacional (lucro do negócio) e os ativos operacionais é identificada geralmente por ROI (*Return on Investment*).

$$\text{Fórmula (1): } \quad \text{ROI} = \text{Lucro Operacional Líquido} / \text{Ativo Operacional Líquido}$$

O Lucro Operacional Líquido (LOL), representa o lucro gerado pelas operações da empresa, independentemente de como ela é financiada. Isto ocorre porque seu objetivo é medir a geração de lucros dos ativos da companhia, que é resultado das decisões operacionais de seus administradores. Já o resultado das decisões de financiamento da companhia são capturadas através do Encargo da capital. De uma maneira simples, o LOL é igual à Receita Líquida menos os Custos e Despesas operacionais (incluindo depreciação) menos os impostos.

Ativo Operacional Líquido (AOL) é a diferença entre o ativo operacional e o passivo. Em sua essência, a AOL é representado pelo capital de giro líquido mais o capital fixo. O AOL representa os investimentos necessários para que uma empresa consiga gerar receita operacional (caixa mínimo, duplicatas a receber, estoques e imobilizações produtivas). Em resumo, o ativo operacional compreende o capital de giro mais o capital fixo. Passivo Operacional representa todos os financiamentos espontâneos, aqueles que são típicos da operação (fornecedores, impostos a pagar incidentes sobre vendas, salários e encargos a pagar e adiantamento de clientes são os principais exemplos). Passivo operacional compreende todos os financiamentos (recursos) oferecidos pela própria operação.

O Retorno dos Investimentos Operacionais (ver Gráfico 1), no ano de 2005, das principais empresas de geração, com exceção da Eletronorte Geração, foram positivos, com média de 10,7%, mediana de 8,9%. A melhor performance foi da AES Tietê com um retorno de 29,9% e a pior performance foi da Eletronorte Geração com retorno negativo de 0,1%.

## 2.2 Análise dos determinantes do Retorno Operacional dos Investimentos - ROI

O Retorno Operacional do Investimento – ROI indica a rentabilidade do investimento efetuado pela empresa. Essa relação, entretanto, pode ser desmembrada pelos elementos que compõem o retorno do investimento, ou seja, Margem Operacional e Giro dos ativos.

$$\text{Fórmula (2): } \quad \text{ROI} = \text{Margem Operacional} \times \text{Giro Operacional (2)}$$

A Margem e o Giro são grandezas inversamente proporcionais. Normalmente, quando uma empresa opta por trabalhar com aumento da Margem de lucro, reduz o volume de venda, provocando, conseqüentemente, uma diminuição do Giro. Havendo uma variação significativa no ROI, pode-se, através da equação 2, visualizar se foi por influência da Margem ou Giro.

Se foi a Margem, é porque o lucro desse período oscilou bastante em relação ao montante das vendas (seja por volume ou preço). Se o lucro diminuiu (por exemplo) é porque as vendas diminuíram ou os custos aumentaram. Se os custos aumentaram, pode-se abrir o número e analisar os principais itens dos custos e das despesas.

### 2.2.1 Margem Operacional

A Margem Operacional é expressa em valores percentuais e representa a margem de lucro que uma empresa obtém sobre o montante de suas vendas ou faturamento, deduzida dos impostos sobre vendas, abatimentos, custos, despesas operacionais e impostos e contribuições sobre o lucro, sendo representada pela seguinte equação:

$$\text{Fórmula: } \text{Margem} = \text{Lucro Operacional} / \text{Vendas Líquida}$$

A margem operacional da atividade geração (ver Gráfico 2), no ano de 2005, com exceção da Eletronorte Geração, é positiva. A margem média é de 27,8% e a mediana 29,4%. O AES Tietê aparece mais uma vez como *benchmarking* com 47,4%. A pior performance é novamente da Eletronorte Geração, com margem negativa de 0,4%.

### 2.2.2 GIRO OPERACIONAL

O Giro é expresso em número de vezes que a empresa consegue girar seu próprio ativo, ou ainda, quantas vezes, num período, consegue vender o equivalente ao seu próprio ativo. É característica dessa atividade apresentar um giro menor que um, reflexo do capital intensivo investido no imobilizado.

$$\text{Fórmula: } \text{Giro dos ativos} = \text{Vendas líquidas} / \text{Ativo Operacional}$$

O Giro médio dos ativos de geração (ver Gráfico 3), no ano de 2005, foi de 0,35 vez e a mediana de 0,31. O *benchmarking* é de 0,71 da Tractebel. A pior performance é da CESP com Giro de apenas 0,12.

## 3.0 - ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS FINANCEIRA DAS GERADORAS

Para melhorar seus resultados, muitas empresas do setor elétrico, em especial, as geradoras privadas, estão fazendo uso de uma técnica avançada em finanças, antes, usada quase que, exclusivamente, pelo sistema financeiro: a *alavancagem financeira*.

Esta prática, antes confinada aos comitês de créditos e de investimentos dos bancos, está migrando para os departamentos financeiros das empresas do setor elétrico, como uma ferramenta de gestão estratégica, no processo da administração financeira. A agregação de valor pela área financeira demonstra a solidez da situação econômica de uma empresa.

Neste capítulo será apresentada uma análise dos indicadores da estratégia financeira adotada pelas empresas geradoras e seus determinantes (custo da dívida, alavancagem financeira e spread), e seus respectivos *benchmarking*.

### 3.1 O Custo Médio da Dívida - KI

O custo médio líquido da dívida é um fator determinante para a rentabilidade do capital do acionistas (Patrimônio líquido), e reflete a estratégia financeira adotada, na busca do menor custo de financiamento para a estrutura de capital da empresa. O custo do financiamento através de capitais de terceiros representa o custo da dívida para uma empresa. Este custo é equivalente à taxa de juros de mercado para um financiamento com o mesmo nível de risco representado pela empresa. Desta forma, o custo do financiamento através de capitais de terceiros é dado pela forma:

$$\text{Fórmula: } \text{Custo médio da dívida} = [\text{Encargo de dívida} * (1 - \text{tributação})] / \text{Endividamento médio}$$

No ano de 2005, o custo médio da dívida (ver Gráfico 4) foi de 9,9% e uma mediana de 8,7%. O *benchmarking* é de Furnas Geração com um custo de apenas 4,6%. A dívida com o custo mais alto é da Copel Geração, 18,7%.

### 3.2 Análise do Spread (diferencial ROI x KI)

O confronto do retorno operacional (ROI) com o custo da dívida (KI) representa um diferencial (*spread*) que pode ser positivo ou negativo. O *spread* corresponde ao excesso de rentabilidade dos ativos operacionais sobre o custo médio líquido das dívidas. Quando positivo, o *spread* contribui para o aumento da rentabilidade do acionista. Quando negativo, reduz essa rentabilidade.

O *spread* médio (ver Gráfico 6) produzido pelas empresas foi de 0,7 pontos percentuais negativo e a mediana foi 2,0 pontos percentuais negativos. A melhor performance medida foi da AES Tietê, 22,6 pontos percentuais “positivo” e no lado oposto, Eletronorte Geração com 9,1 percentuais “negativo”.

### 3.3 Alavancagem Financeira (*leverage*)

A alavancagem (empréstimos / patrimônio líquido) é outro determinante da rentabilidade do capital do acionista, e reflete a decisão estratégica de usar mais ou menos empréstimos na estrutura de capital da empresa.

A alavancagem (ver Gráfico 6) média, no ano de 2005 foi de 0,99 e a maior alavancagem é da AES Tietê com 3,06. A menor alavancagem, entre as empresas analisada, é a de Furnas.

## 4.0 - MODELO DE DETERMINAÇÃO DA AGREGAÇÃO DE VALOR PELA GESTÃO FINANCEIRA

O *spread* decorrente do diferencial entre Retorno Operacional (ROI) e o Custo da dívida (Ki), multiplicado pela Alavancagem Financeira, determina-se “*o quanto*” a estratégia financeira da empresa tem agregando ou destruindo valor à rentabilidade do acionista. Dessa forma pode-se elaborar a seguinte fórmula:

$$\text{Valor Agregado pela Gestão Financeira} = \text{Spread (ROI - KI)} \times \text{Alavancagem Financeira}$$

## 5.0 - CONCLUSÃO

Estudos realizados tomando por base os demonstrativos financeiros relativo ao ano de 2005, revelaram que das doze empresas analisadas, apenas empresas AES Tietê, Tractebel, Furnas e Marchadinho Energética, **agregaram valor a rentabilidade do capital próprio**, através de suas estratégias financeiras.

Neste mesmo período, observou-se que a estratégia financeira adotadas pelas empresas Chesf Geração, Eletronorte Geração, Eletronuclear, Cesp, Copel Geração, Cemig Geração, Duke, e Ita Energética, **destruíram valor da rentabilidade do capital próprio**, através de suas estratégias financeiras.

As análise demonstraram uma mudança no perfil de rentabilidade de algumas geradoras, decorrentes dos ganhos obtidos na gestão financeira. No período analisado as empresas tais... destacaram-se pela boa performance, enquanto as estatais, especialmente as do Grupo Eletrobrás, apenas Furnas

A melhor performance foi AES Tietê, cuja gestão financeira “agregou” 69,27 pontos percentuais à rentabilidade do capital próprio.

A pior performance foi da empresa Eletronorte Geração que “destruiu” 10,99 pontos percentuais da rentabilidade da capital próprio.

## 6.0 - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- (1) SUNDARAM, Anant K. **Primazia aos acionista**. Artigo publicado no Jornal Financial Times, reproduzido pelo Jornal Valor Econômico – série Gestão Financeira – dias 14 e 15 de junho de 2006.
- (2) LIKIERMAM, Sir Andrew. Tomando as rédeas da boa gestão financeira. Artigo publicado no Jornal Financial Times, reproduzido pelo Jornal Valor Econômico – série Gestão Financeira – dias 14 e 15 de junho de 2006.
- (3) BROWN, Gregory. A importância da flexibilidade Financeira. Artigo publicado no Jornal Financial Times, reproduzido pelo Jornal Valor Econômico – série Gestão de Risco – dia 06 de outubro de 2005.

## 7.0 - DADOS BIOGRÁFICOS DOS AUTORES DO TRABALHO

José Roque Fagundes da Silva - Nascido no Recife em 27 de maio  
Mestrado em Ciências Contábeis, UFPE/UNB (2004); MBA Executivo em Finanças Corporativa, UFPE (2000);  
Especialização em Contabilidade e Controladoria, UFPE (1997) e Graduação em Ciências Contábeis, UNICAP  
(1982).

Empresa: Companhia Hidro Elétrica do São Francisco - Chesf, desde 1979  
Adjunto do Diretor Econômico - Financeiro

Janeide Domingos dos Santos Lima - Nascida no Recife, PE, em 01 de agosto.  
Estudante do Pós-graduação em Contabilidade e Controladora da UFPE (2007); Graduada em Ciências Contábeis,  
Faculdade Santa Helena (2006).

Empresa: Consultech – Consultoria e Auditoria, desde 2004.

Gráfico 1 – Retorno dos Investimentos Operacionais

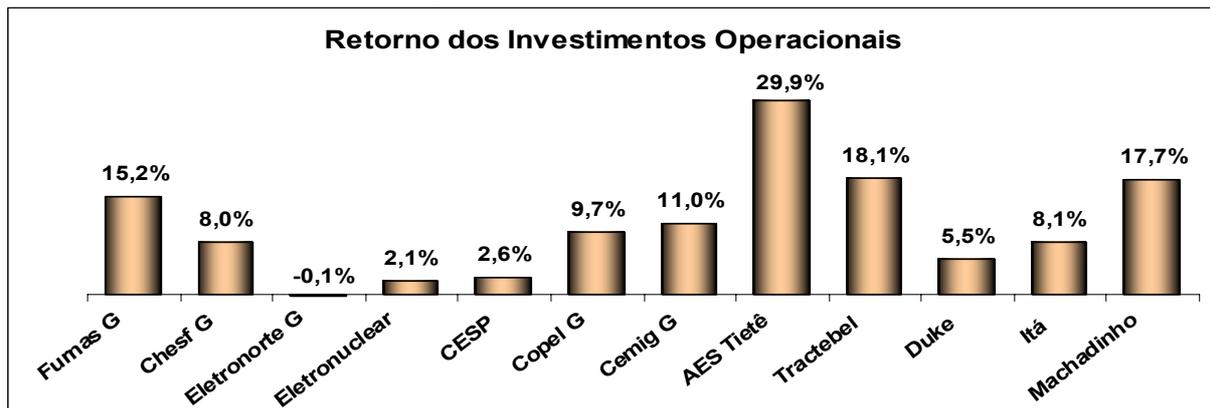


Gráfico 2 – Margem Operacional da Atividade Geração

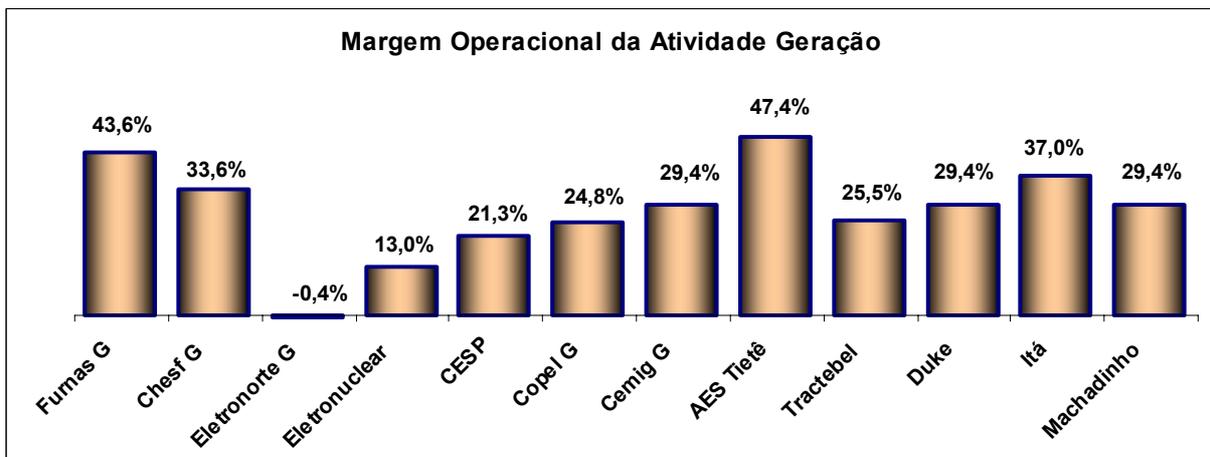


Gráfico 3 – Giro dos Ativos da Atividade Geração

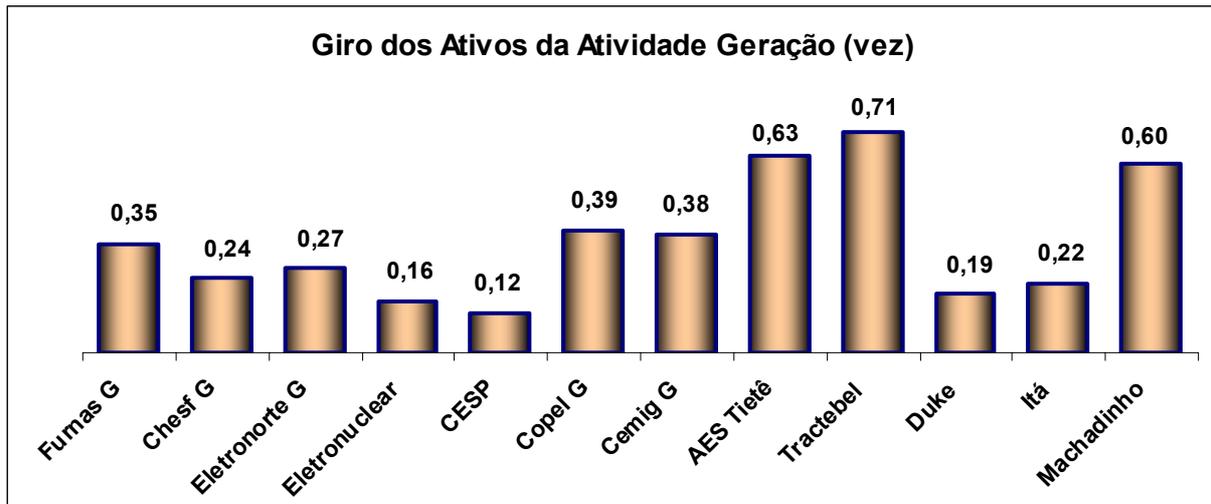


Gráfico 4 – Custo Médio da Dívida

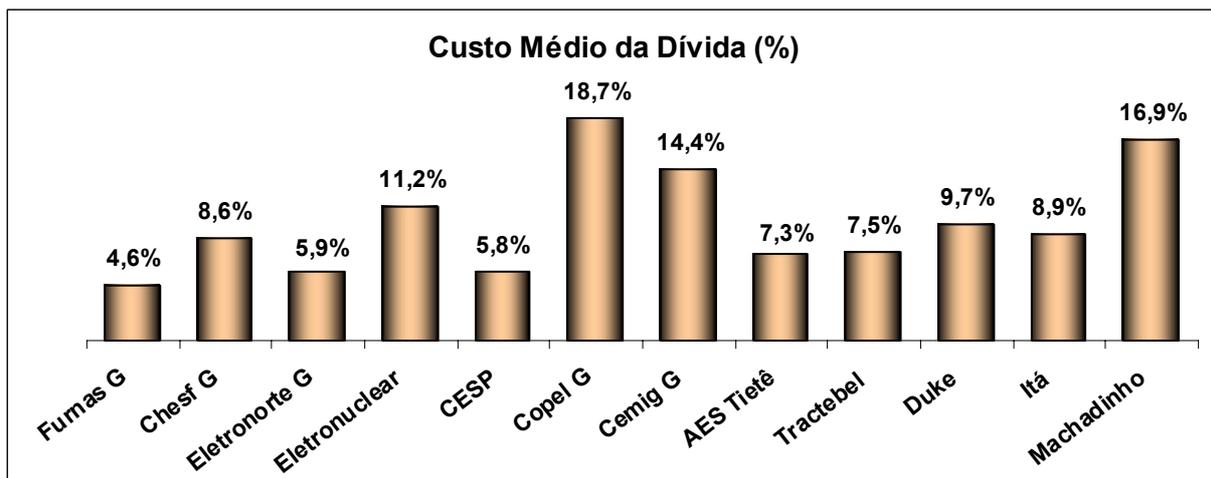


Gráfico 5 – Comparação Retorno Operacional x Custo da Dívida

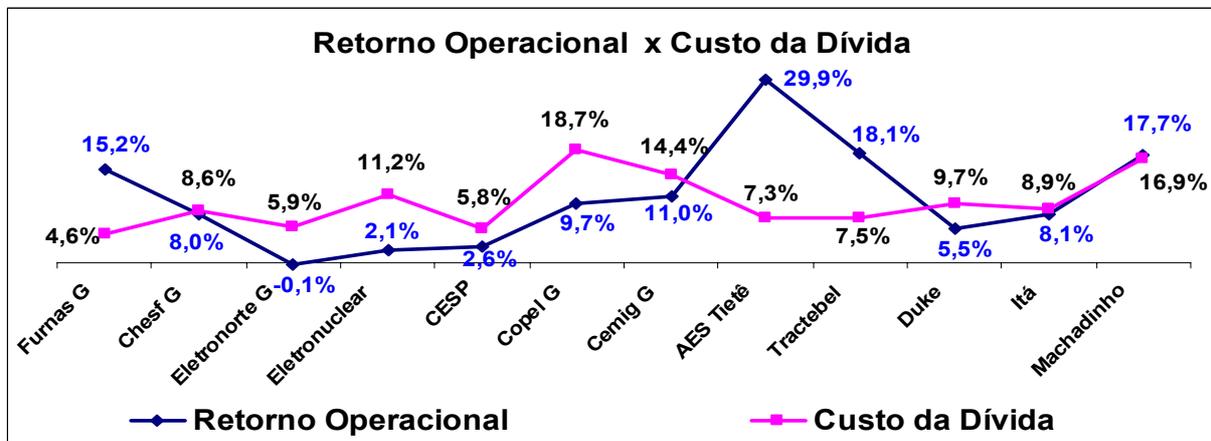


Gráfico 6 – Spread (Retorno Operacional – Custo da Dívida)

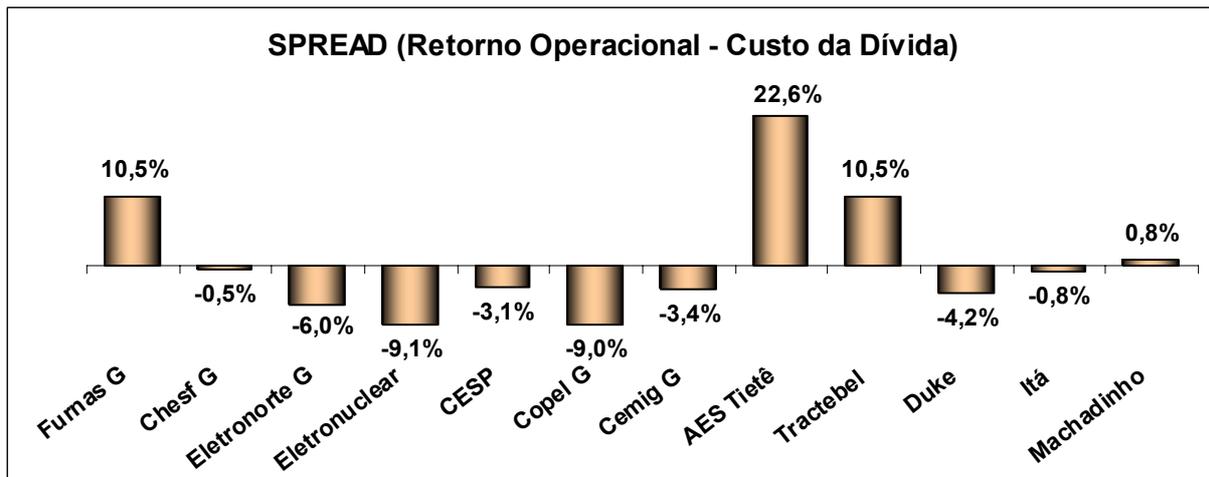


Gráfico 7 – Alavancagem Financeira

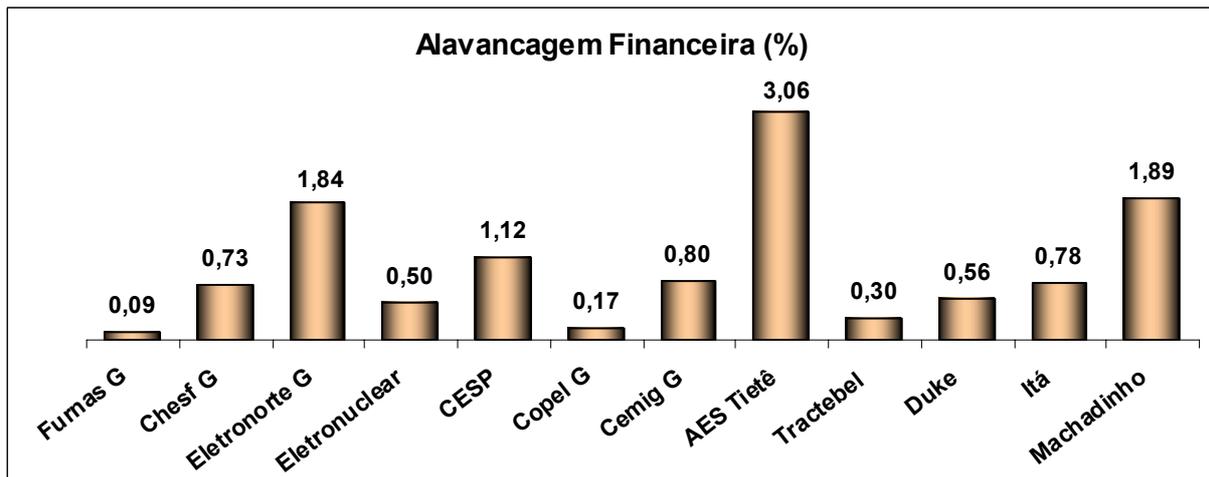


Gráfico 8 – Valor Agregado pela Gestão Financeira

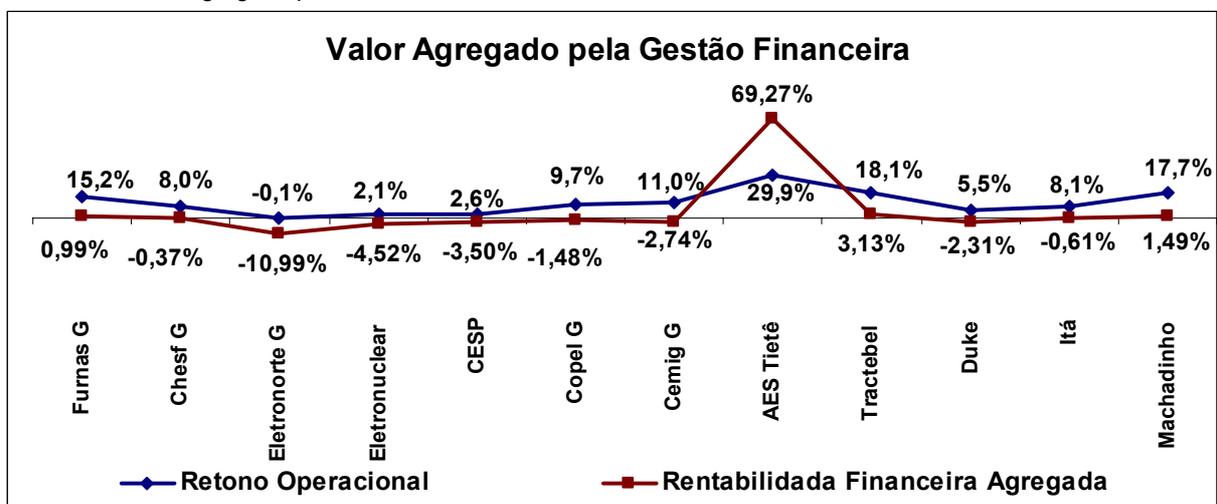


Gráfico 9 – Comparação Retorno Operacional x Retorno do Capital Próprio

