

Vale a pena investir em sobressaltos?

Is it valuable to invest in dreads?

¿Vale a la pena invertir en sobressaltos?

O setor movimenta grandes volumes de capitais tanto para investimentos quanto para fins operacionais. Contas a pagar ou a receber alcançam valores expressivos, bem como os valores dos financiamentos, impostos, estoques, empréstimos e aplicações financeiras. As empresas com boa saúde financeira têm maior poder nas negociações com bancos, governos, clientes e fornecedores, etc.

A inteligente gestão de contas a pagar e a receber, financiamentos, estoques, empréstimos e aplicações permite também que a empresa desfrute vantajosas receitas financeiras. Como o nível das receitas mensais costuma ser alto nas grandes empresas (fala-se com muita familiaridade em milhões e milhões de dólares), os rendimentos financeiros originários da gestão da aplicação podem igualmente ser altos. Da mesma forma, para empresas altamente endividadas, os pesadelos acabam por se tornar cada vez mais tenebrosos pela contínua rolagem das dívidas.

O setor passa também por fases de descapitalização e recorre freqüentemente a empréstimos e financiamentos. Financiamentos são remédios temporários que exigem que você tenha retornos em taxas maiores do que as que tomou. Se isso não ocorrer, estaremos destruindo valor da empresa, em vez de agregá-lo. A política financeira precisa por isso ser sabiamente administrada.

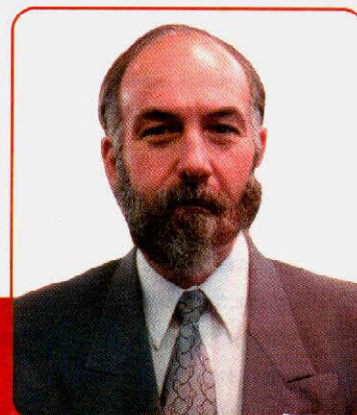
Na recém terminada década de 90, o setor enfrentou dias amargos e desmotivadores. Com a tendência histórica de declínio dos preços de quaisquer dos produtos considerados maduros e comoditizados, as margens de lucro ficaram cada vez mais contraídas. A ciclicidade dos preços ajudou a

piorar o quadro em algumas situações, trazendo até mesmo o preço líquido de venda abaixo do custo de caixa de fabricação para muitos fabricantes e produtos. As empresas reagiram implementando reduções nos custos, controlando os gastos de capital, reduzindo dívidas, desmobilizando ativos ociosos, aumentando a eficiência produtiva e buscando tenazmente o lucro.

Naquela década, muito capital foi destruído pela indústria em todo o mundo. A rentabilidade média sobre o capital não atingiu 8% em nível mundial, enquanto a taxa de juros ponderada flutuou em 10% ao ano. Logo, os últimos anos representaram destruição de valor e redução de patrimônio líquido. Afortunadamente, a situação melhorou em termos de preços líquidos a partir de 1999, complementada pelos ajustes do câmbio no Brasil, mas agora já se está começando uma nova fase de sobressaltos, pelos problemas de retração da economia e também pelas incertezas das crises políticas no Oriente Médio e na Argentina.

As administrações estão sendo exigidas para trabalhar sábia e prudentemente as visões de futuro e cuidar do caixa com o maior empenho. O setor, que era orgulhoso de falar em grandes somas de dinheiro, está adotando uma postura cada vez mais conservadora nos gastos. Há hoje uma mudança da filosofia anterior, que era esperar o preço subir para fazer rios de dinheiro. As administrações trabalham na busca de caminhos que lhes permitam não destruir capital, mesmo nos períodos de baixa de preços.

Esses caminhos têm sido dolorosos. Entretanto, é preferível assim do que ter de fechar o negócio, o que seria mais doloroso



José Rubens Moldero

Celso Foelkel

ainda. Só não podemos cabrestar nossa indústria numa postura reducionista, esquecendo as oportunidades no lado do criar valor. Infelizmente, muitos administradores se encantaram em cortar custos e a resultar no curto prazo para encantar os acionistas, mas ainda é tempo para olhar de novo as relações de benefícios/custos e não apenas os custos imediatos.

As indústrias de capital intensivo trabalham com somas tão elevadas que acabam sendo temerosas a riscos, ao investir ou reinvestir. Gostam de investir no próprio negócio e, na maioria das vezes, são obrigadas a reinvestir nele para melhorar a própria feição do negócio frente aos acionistas e ao mercado de capitais. Como há conservadorismo na aplicação dos recursos, os riscos assumidos são baixos. Reinveste-se em tecnologias de longo prazo, logo não se podem realmente assumir grandes riscos, que inviabilizem o negócio no curto prazo.

Os investimentos no setor costumam ser do próprio setor, o que é uma indicação preocupante. Temos tido baixa capacidade de atrair investidores externos de outros setores e ramos de negócios, até mesmo dentro da rede de valor do papel. A pru-

Por Celso Foelkel, Grau Celsius/Celsius Degree, consultor e presidente da ABTCP. E-mail: foelkel@via-rs.net

dência ao investir é considerada necessária, pois investir mal significa onerar o produto com custos financeiros e até perder o jogo, apesar das vantagens competitivas duramente conseguidas.

A grande questão hoje é como obter rentabilidade duradoura. O mínimo para ser saudável está entre 12% e 15% de ROI (*Return On Investments*), com base em moeda estadunidense. Obter agregação de valor é respeitar o acionista e motivá-lo a investir mais no negócio. Queremos lucros crescentes, mercados em expansão, preços compatíveis, margens satisfatórias. O sucesso depende disso.

As visões de futuro precisam ser cercadas de considerável conhecimento para que nossas decisões sejam acertadas. Será que estamos atuando assim? A urgência costuma ser outro fator crítico. Acabamos fazendo planejamentos estratégicos olhando mais para dentro do negócio e da organização do que para os desejos dos consumidores e para formas de como atendê-los com nossos papéis.

O acesso ao capital na América Latina está, como sempre, turbulento. Investidores sérios estão sempre ávidos por colocar seu dinheiro em projetos em regiões com economia segura. Até hoje a América Latina não tem conseguido mostrar mais fortemente essa capacidade. A busca de capitais via eurobonds, ADR's, debêntures conversíveis, tem sido um sucesso, mas pouco se fala sobre as taxas líquidas que se pagam por esse dinheiro. Essas tendências podem ainda ser atrapalhadas pelas constantes crises, causadas pelo capital especulativo, que machucam os países emergentes. Com as suas grandes populações, esses países constituem enormes mercados para papéis.

A atratividade desses mercados tem mostrado que o interesse internacional existe. Vejam-se os casos de empresas importantes dos USA, Europa e Ásia que estão investindo no setor de celulose e papel no Brasil. Entretanto, ainda pouco se olha para a poupança dos pequenos investidores, que gostari-

am de ter investimentos que lhes oferecessem mais que o insignificante rendimento mensal da sua conta poupança. Sempre preocupados com muito dinheiro, as empresas do setor se esquecem do velho ditado de que "de grão em grão a galinha enche o papo".

“ O sucesso das corporações tem sido atribuído à criação de valor, competitividade em custos, crescimento para atender a mercados em expansão, folha de resultados positiva e massa crítica competente. Como não são muitos os casos de sucesso, as ações da indústria têm-se mostrado abaixo da média nas bolsas de valores.”

Sabemos que o crescimento do valor na indústria será difícil de ser conseguido se for baseado apenas no crescimento dos preços e dos volumes produzidos/vendidos. Os retornos ao acionista dependerão do crescimento das vendas, das margens operacionais, dos preços diferenciados e do tamanho e resistência financeira do negócio. As empresas precisam também fortalecer o patrimônio líquido e a folha de resultados. Lembro-me bem da palestra do presidente da Weyerhaeuser, dos USA, em um congresso no Rio de Janeiro. Mr John Creighton Jr., ao falar para o público do *First World Conference on Finance and Marketing*, repetiu seguidamente

que os três imperativos para manter a organização compromissada com os acionistas eram: a) ser lucrativa; b) ter boa performance ambiental; e c) ouvir as partes interessadas, entre os quais, os seus colaboradores, que poderiam ser também convertidos a acionistas.

O sucesso das corporações tem sido atribuído à criação de valor, competitividade em custos, crescimento para atender a mercados em expansão, folha de resultados positiva e massa crítica competente. Como não são muitos os casos de sucesso, as ações da indústria têm-se mostrado abaixo da média nas bolsas de valores. O desempenho fraco está associado à fraqueza das folhas de resultados e balanços e aos constantes fechamentos de fábricas na América do Norte, que acabam por mexer com a imagem do setor, e também às constantes crises econômicas em países que são grandes consumidores.

A preocupação-vedete é a criação de valor. Subitamente, o conceito de EVA (*Economic Value Added*) passou a ser praticado por todos, como se fosse a salvação para os outrora poderosos CEO's. O que significa adicionar valor à empresa? Valor é criado quando as empresas geram retornos em excesso ao custo de capital. Quando isto ocorre, as dívidas e os dividendos dos acionistas são pagos e sobra caixa para ser acumulado na companhia. No longo prazo, o EVA deve estar correlacionado fortemente ao preço das ações e ao valor de mercado da companhia.

Valor ganhou prestígio como medida justamente pela relação com o preço das ações e pelo interesse que isso desperta. EVA é uma das maneiras de se medir geração de valor. O método consiste em calcular a taxa líquida de juros, subtraindo da taxa de retorno do capital a taxa de juros ou de custo do capital ponderado. O valor da taxa líquida pode ser positivo, nulo ou negativo, o que significa estarmos somando ou destruindo capital. A taxa líquida é então multiplicada pelo capital investido (ativos mais necessidades de capital de giro) para se calcular a geração de valor.

EVA=(Retorno sobre o capital - Custo ponderado do capital) x (Capital Investido)

A indústria está aprendendo a migrar do conceito do resultado positivo para o conceito agregação de valor econômico. De uma hora para outra, as administrações perceberam que tinham de dar resultados acima do custo do capital, já que esse é muito requerido pelas nossas empresas. É muito simples: se eu tenho um capital, posso aplicá-lo onde quiser, inclusive depositá-lo na poupança, que me rende TR+6% ao ano. Caso eu aplique em algum negócio que renda TR+12%, estou agregando 6% de valor. Caso renda TR+3%, estou destruindo 3% do meu valor. Resumidamente, é assim que funciona.

Infelizmente, nos últimos anos, a indústria de celulose e papel mundial tem investido muito, mas está agregando pouco valor. Como reflexo, as ações têm pago abaixo da taxa de juros até mesmo de papéis mais sólidos e conservadores, como os governamentais no Canadá e USA. O perigo é a migração dos investidores para papéis mais atrativos, como os das indústrias de telecomunicações, alimentícias, produtos de limpeza, produtos químicos especiais, informática, biotecnologia, etc. Afortunadamente, as empresas brasileiras do setor que estão participando do mercado de ações têm tido performance satisfatória, devido à sua solidez e imagem positiva do setor no Brasil.

A análise das empresas mundiais tem mostrado que não há nenhuma correlação entre o tamanho da empresa e o seu resultado financeiro. Nesse cenário conturbado, os líderes da nossa indústria em performance financeira têm tido lucro sobre o patrimônio líquido de aproximadamente 15% a 25%, enquanto os seguidores, de 5% a 10%. A performance entretanto é bem melhor quando se analisa o EBTIDA (lucro unitário antes dos impostos, amortizações e depreciações) em relação ao preço líquido de vendas. Podemos encarar

esse índice como próximo à margem operacional das empresas. Mais uma vez, frente aos baixos custos em dólares dos produtos vendidos nas empresas voltadas à exportação, a relação tem alcançado mais de 40%, o que pode ser considerado

“ Infelizmente, nos últimos anos, a indústria de celulose e papel mundial tem investido muito, mas está agregando pouco valor. Como reflexo, as ações têm pago abaixo da taxa de juros até mesmo de papéis mais sólidos e conservadores, como os governamentais no Canadá e USA ”

uma excepcional margem de produto.

As empresas que lideram os resultados têm apresentado uma orientação para produtos de maior valor agregado, mais especializados para o fim da cadeia produtiva, ou então para produtos comoditizados, como celulose de mercado. Nesse caso, fazendo uso de escala de produção para redução de custos unitários.

Os oscilantes preços da celulose e a oferta, às vezes, abundante têm incentivado esse novo direcionamento de alguns dos líderes em performance empresarial. Por outro lado, quem mais tem investido nos seus negócios são os seguidores, aqueles com menores lucratividade e escala de produção. A ação é fundamental, na tentativa de recuperar posições competitivas.

O usual é a desmobilização através da venda de plantas ociosas ou de florestas, para reinvestir em aumento de escala ou moder-

nização. Há ainda a oportunidade de consolidações e aquisições, o que vem sendo praticado com entusiasmo, algumas vezes, com mais emoção do que razão.

A agregação de valor tem sido buscada de forma incessante e de diferentes maneiras: a) aumento das margens por redução de custos via escala de produção ou consolidações; b) diferenciação dos produtos pela sua funcionalidade para atender a mercados grandes; e c) diferenciação do produto para preencher demandas específicas e particulares de nichos no mercado.

A pergunta constantemente feita tem sido: quem perderá a corrida? Às vezes, a resposta pode ser encontrada fora da nossa própria indústria, buscando modelos de gestão e políticas de investimento diferentes dos nossos. Se optarmos por descobrir as causas e as maneiras de solucionar nossos problemas olhando para a própria indústria, não teremos dificuldade em ver a maior barreira que precisa ser urgentemente removida ou solucionada: supercapacidades e excesso de produção em períodos cíclicos, pela irregularidade na entrada dos novos projetos. A indústria precisa aprender a concatenar e ajustar suas expansões de forma a impedir que os desbalanceamentos no mercado gerem instabilidades emocionais e a deterioração dos preços.

As empresas, em parte, já descobriram isso. Para crescer, têm optado por comprar fábricas existentes para ampliar *market share* do que investir em *new greenfield mills*. As grandes companhias já se mostram mais relutantes em comprar gigantescos digestores e máquinas de papel para fábricas novas, esperando para ver os movimentos que virão logo após as consolidações em processo se estabelecerem. Resta esperar para ver se quando os novos ciclos de subida dos preços chegarem, todos sairão ou não loucamente a crescer capacidade novamente. Minha experiência diz que sim. Mas experiência já não tem sido apregoada como importante pelos gurus de administração, em geral muito bem pagos pelas corporações.▲