





Os sete princípios de finanças sustentáveis

POR **MICHEL FLEURIET E RODRIGO ZEIDAN**

A geração de valor para os acionistas é um princípio de finanças corporativas muito discutido e controverso. As empresas criam valor para seus acionistas quando investem agora, para gerar mais dinheiro no futuro. Uma preocupação expressa, muitas vezes, é que essas organizações têm um horizonte de tempo reduzido, se concentrando excessivamente no lucro contábil de curto prazo.

Devemos então acabar com a geração de valor para os acionistas? Não, mas podemos talvez mudar as métricas, tornando essa geração uma medida de longo prazo. Uma das possibilidades é o princípio da geração de valor sustentável. Essa estratégia deve ter uma vantagem competitiva bem definida, que resulte em atividades diferentes daquelas dos concorrentes ou similares, mas realizadas de forma diferente.

O princípio da criação de valor pode não ser prejudicial para outras partes interessadas? Não, se a

busca de valor não deixar os outros *stakeholders* em situação pior. No longo prazo, a criação de valor deveria ser Pareto-eficiente, um conceito importante em economia. Podemos ainda afirmar que as empresas dedicadas à criação de valor sustentável são mais robustas e ajudam a construir economias fortes e padrões de vida elevados, gerando mais oportunidades para os indivíduos.

Deveria a empresa colocar outros interesses acima do próprio interesse? Não, porque a empresa não é cidadã. Cidadãs são as pessoas que integram a empresa ou os acionistas. Todos eles devem ter a ética, a moral e a generosidade de bons cidadãos. Não é, portanto, o papel da empresa – uma “pessoa” moral, mas não “com moral”.

Neste artigo, vamos analisar como as empresas podem visar o tripé da sustentabilidade – econômico, social e ambiental – e, ao mesmo tempo, aumentar a riqueza de seus acionistas.

OS PRINCÍPIOS DA GERAÇÃO DE VALOR SUSTENTÁVEL

Em 1978, um pequeno grupo de professores da Fundação Dom Cabral criou um modelo de administração de empresas com foco na sustentabilidade financeira e econômica de curto e longo prazo – que foi denominado Modelo Dinâmico de Gestão Financeira (ou Modelo Fleuriet). Essa abordagem destacou conceitos-chave da criação de valor, como o ciclo financeiro (hoje conhecido como *Cash-to-cash*), a necessidade de capital de giro (que cresce com as vendas e o aumento do ciclo financeiro) e o efeito “tesoura” (destruição de valor com o crescimento, se este for maior que a rentabilidade) – veja a definição em www.modelo-fleuriet.com.

Crescimento nas vendas significa que a saúde financeira de uma empresa é boa? Não necessariamente, pois se esse aumento estiver combinado com uma crescente necessidade de capital de giro (NCG), pode significar que a empresa está aumentando suas dívidas para pagar as já existentes. Chamamos esse crescimento não sustentável de “efeito tesoura”. Como medir então a taxa de crescimento sustentável?

No Modelo Dinâmico, consideramos ativo econômico a soma da NCG e do ativo não circulante. O ativo econômico tem características interessantes: é igual ao capital investido na empresa, o capital de terceiro mais o capital próprio. O rendimento do ativo econômico (lucro operacional após imposto de renda dividido pelo ativo econômico) é o ROIC, conceito muito usado em finanças corporativas.

Para financiar o crescimento do ativo econômico, que é alinhado com o crescimento das vendas no longo prazo, a empresa tem que reinvestir uma proporção do lucro no aumento da NCG e do ativo não circulante. Podemos demonstrar que essa porcentagem é igual à taxa de crescimento dividido por ROIC. Com um crescimento de 10% e um ROIC de 15%, por exemplo, a empresa deveria reinvestir os 2/3 (=10/15) do seu lucro operacional após imposto. O resto do lucro (que chamamos de fluxo de caixa disponível para os investidores) estará disponível para o serviço do capital de terceiro (juros e reembolso) e do capital próprio (dividendos e recompra de ações). No exemplo, a empresa teria 1/3 do seu lucro operacional do ano reservado para o serviço do capital.

Se o retorno do capital for menor do que o

crescimento, o fluxo de caixa disponível para os investidores será negativo: por exemplo, com um crescimento de 10% e um ROIC de 5%, a empresa precisaria de novo capital (pedindo mais dinheiro aos investidores, emprestadores e/ou acionistas) igual a duas vezes o lucro operacional do ano. Não será grave se isso acontecer num período curto, mas não pode permanecer para sempre: seria um “efeito tesoura” generalizado.

Dentro da perspectiva financeira, surgem os **sete princípios de finança sustentável**, que juntam a sustentabilidade financeira de longo prazo ao resto do tripé social-econômico-ambiental.

PRINCÍPIO 1: O CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL NÃO PODE ULTRAPASSAR O RETORNO SUSTENTÁVEL DO CAPITAL No longo prazo, o crescimento de uma empresa deve ser menor do que o ROIC. Isso não significa que esse crescimento é indesejável, mas não deve ser buscado a qualquer custo.

O fluxo de caixa disponível para os investidores é positivo quando o ROIC é maior que o crescimento. Somente nesse caso, a empresa enriquece os investidores. Um livro que causou muito rebuliço este ano – “Capital do Século XXI”, do economista francês Thomas Piketty – tem como base os mesmos princípios orientadores. Segundo o autor, como regra geral, a riqueza e a desigualdade crescem mais rápido quando a taxa de retorno do capital é maior que o crescimento da produção econômica, um conceito que Piketty define com a expressão $r > g$ (onde “r” é a taxa de retorno do capital, nosso ROIC, e “g” a taxa de crescimento econômico).

Mas, isso significa que a desigualdade é prejudicial ao tecido social? Na verdade, não. O verdadeiro problema, no qual a política nacional deve se concentrar, não é a desigualdade, mas a pobreza. É uma questão de ética, moral e generosidade. No caso das empresas, no primeiro momento, a busca por crescimento sustentável é financeira, mas logo veremos como o resto do tripé sustenta esse crescimento em longo prazo.

PRINCÍPIO 2: O RETORNO DO CAPITAL TEM QUE SER MAIOR DO QUE O CUSTO DE CAPITAL NO LONGO PRAZO O Ativo Econômico é financiado por capital de terceiros (dívida bancária) e capital próprio (capital acionário). Esses investidores exigem



OS SETE PRINCÍPIOS DE FINANÇA SUSTENTÁVEL JUNTAM A SUSTENTABILIDADE FINANCEIRA DE LONGO PRAZO AO RESTO DO TRIPÉ SOCIAL-ECONÔMICO-AMBIENTAL

remuneração para o seu capital, o que a empresa define como custo de capital, a uma taxa que incorpore o risco e reflita o retorno esperado por investidores (de capital alheio e de capital próprio).

Se o custo de capital assim definido ultrapassar o retorno do capital, a empresa destruirá valor. Quando o ROIC é menor do que o custo de capital, a empresa cresce mais e destrói valor. Quando é igual ao custo de capital, o crescimento não aumenta nem diminui o valor do ativo econômico – ou seja, não gera nem destrói valor. E, finalmente, quando o ROIC supera o custo do capital, o crescimento gera mais valor. Em consequência, a empresa tem que reduzir o risco de maneira sustentável, para reduzir o custo do capital.

Mas como reduzir esse risco? Os mercados mundiais estão começando a enfrentar um ecoimperativo (Lubin and Esty, 2010) – empresas mais sustentáveis do ponto de vista socioambiental pagam menos por seus empréstimos (Goss e Roberts, 2011) e aquelas que praticam a Responsabilidade Social Corporativa também têm menor custo de capital (Ghoul et al., 2011). Não existe, no entanto, uma uniformidade em como conseguir os efeitos benéficos dos investimentos em sustentabilidade.



FICA CADA VEZ MAIS CLARO QUE ESTIMULAR A QUALIDADE DE VIDA NO TRABALHO CAUSA UM IMPACTO DE LONGO PRAZO NA MARGEM OPERACIONAL

Outro exemplo pode ser visto em Zeidan et al. (2014). Os professores da FDC desenvolveram com um banco, um modelo de *rating* de sustentabilidade que classificaria as empresas do setor sucroalcooleiro em relação ao seu tripé de sustentabilidade. Empresas mais sustentáveis teriam crédito mais barato, reduzindo seu custo de capital, e as menos sustentáveis teriam crédito negado, mesmo que tivessem capacidade de pagamento de curto prazo. A preocupação do banco, assim como a nossa, é com a sustentabilidade de longo prazo, que não se alcança somente observando do ponto de vista financeiro.

PRINCÍPIO 3: AUMENTAR A TAXA DE CRESCIMENTO ATRAVÉS DA ESTRATÉGIA SUSTENTÁVEL

Quando o ROIC de uma empresa é alto, o crescimento normalmente gera valor adicional. Nesse caso, a empresa precisa buscar oportunidades de crescimento sustentável, mas não é fácil encontrá-las. Muitos líderes estabelecem metas de crescimento irrealistas, não considerando adequadamente o crescimento de seus mercados e, portanto, a faixa de mercado que deve ser conquistada para cumprir

metas ambiciosas, ou ignoram a probabilidade de que seus competidores estejam fazendo as mesmas coisas para crescer. Eles também subestimam a necessidade permanente de encontrar novos produtos para substituir o declínio das vendas dos atuais, à medida que amadurecem.

O desenvolvimento de novos produtos ou serviços, inovadores o suficiente para criar novas categorias de produtos, tem o maior potencial de criação de valor. Encorajar novos comportamentos dos clientes também gera oportunidades de negócios que melhoram o crescimento da receita.

Na Europa, o despertar ambiental tem estimulado a demanda por produtos e serviços verdes. Apesar do despertar ser mais lento nos EUA, essa tendência também vem se desenvolvendo por lá. Um dos exemplos citado pela revista *The Economist* é o da Unilever, empresa líder no mundo na percepção de sustentabilidade socioambiental. A empresa acredita que isso trará maior crescimento e maior ROIC, através de novos e mais caros produtos, mas não no curto prazo.

O caso da Unilever é emblemático, por se tratar de uma empresa de capital aberto que depende de agradar os investidores. Até o momento, ela tem sido bem-sucedida na estratégia de combinar sustentabilidade financeira com socioambiental numa perspectiva de longo prazo, mas depende do apoio dos acionistas. Empresas de capital fechado, como a maioria das organizações brasileiras, têm mais flexibilidade e podem explorar mais facilmente o “ecoimperativo” socioambiental, gerando valor para os acionistas e a sociedade.

PRINCÍPIO 4: AUMENTAR A LUCRATIVIDADE SUSTENTÁVEL PARA AUMENTAR O ROIC Quando o ROIC de uma empresa é baixo, os gestores podem criar mais valor buscando aumentá-lo, do que perseguindo estratégias de crescimento. O ROIC aumenta se o numerador (lucro operacional após imposto) cresce e/ou se o denominador (Ativo Econômico) diminui. O lucro operacional aumenta se o preço de venda sobe mais do que o custo de produção.

- **Preço de venda**

O preço de venda depende muito do impacto que o produto causa no consumidor. A organização deve entregar o que os clientes valorizam com a maior eficiência possível.

Cerca de 1,3 bilhão de pessoas no mundo vivem sem eletricidade, particularmente em áreas rurais. Como já aconteceu com os telefones móveis, a lâmpada solar está caindo de preço, melhorando a qualidade e beneficiando os clientes com novos modelos que tornam o produto mais acessível e disponível para consumidores da base da pirâmide. Apesar da queda de preço, as empresas que fabricam lâmpada solar ainda são capazes de manter uma boa margem, porque o serviço que prestam justifica esse valor.

Empresas como Whole Foods e Natura, que vendem produtos orgânicos, descobriram que podem cobrar mais, pois as pessoas estão dispostas a pagar mais caro por produtos considerados mais sustentáveis.

- **Custo de produtos vendidos**

Existem vários exemplos de como melhorar as margens, atendendo às metas ambientais, sobretudo em relação ao uso eficiente da energia, da água e do ar, e à melhoria dos processos.

De acordo com a consultoria McKinsey, as empresas podem reduzir em 30% os custos de matérias-primas e de 20% a 30% o uso de energia na produção, concentrando-se em quatro grandes áreas: produção, design de produto, recuperação e reuso.

- **Cargos e salários**

A qualidade do trabalho não é necessariamente o que vem à mente das pessoas que lidam com finanças. No entanto, fica cada vez mais claro que estimular a qualidade de vida no trabalho causa um impacto de longo prazo na margem operacional (Morin et al.). Um caso atual que está ficando famoso é o do sorvete Ben & Jerry's, que mantém um processo de fabricação totalmente alternativo. A Costco é outro exemplo – uma rede de supermercados de baixo custo, mas que paga 20% acima da média de mercado. O resultado? Menor rotatividade e maior produtividade, mesmo lema do Starbucks ao anunciar subsídios de até US\$ 10 mil por ano para os funcionários. Podemos enxergar os empregados como custo, e tentar pagá-los o mínimo possível, ou considerá-los investimento e fonte de geração de valor.

PRINCÍPIO 5: DIMINUIR O CICLO FINANCEIRO DE MANEIRA SUSTENTÁVEL PARA AUMENTAR O ROIC

A cadeia de produção – com sua cadeia de suprimentos, pagamento aos fornecedores e o que recebe dos clientes – reflete-se no ciclo financeiro. Esse ciclo pode ser melhorado se levarmos em conta informações sobre os custos ambientais, como o risco de materiais obsoletos e remoção de resíduos.

Uma questão específica, enfrentada por empresas globais que produzem os próprios bens localmente e comercializam em todo o mundo, é que isso geralmente leva a grandes estoques de materiais em processo e, conseqüentemente, à maior duração do ciclo financeiro. Encurtar a distância entre produção e consumo é uma maneira sustentável de reduzir o ciclo financeiro. As empresas podem baixar o nível de estoque, mudando as bases de produção para mais perto de seus centros de venda, ou deixando de produzir os próprios bens para comprá-los de outro fabricante. Fomentar a produção e o consumo de forma sustentável é o fio condutor de projetos da economia solidária como base do desenvolvimento local.

A sustentabilidade na cadeia de valor tem sido um dos grandes temas de debate no mundo. O Walmart Brasil, buscando expandir as ações de sustentabilidade entre empresas fabricantes de alimentos e produtos de higiene e limpeza, criou o programa *End to End*, em parceria com 13 fornecedores comerciais. O objetivo é aplicar uma visão do ciclo de vida dos produtos, desde a extração dos recursos naturais até o pós-consumo.

Danone, Nestlé, Monsanto e Souza Cruz também possuem robustos programas de relacionamento com fornecedores rurais, embora algumas sejam criticadas em outras ações. A interação direta com parceiros na cadeia de suprimentos pode permitir à empresa reduzir os níveis totais de estoque, diminuir a obsolescência dos produtos e custos de transação, reagir mais rapidamente às mudanças do mercado e responder mais prontamente às solicitações de seus clientes, além de melhorar o ROIC.

PRINCÍPIO 6: ALIVIAR O ATIVO NÃO CIRCULANTE DE MANEIRA SUSTENTÁVEL PARA AUMENTAR O ROIC

A reciclagem é uma maneira de aliviar o ativo não circulante. Segundo a revista Exame (“Agora a

sucata virou realmente um oportunidade”, Renan França, 11/6/2014), aproximadamente 85% de um novo computador Dell já é composto de material reciclado. É claro que os equipamentos e máquinas necessários para reciclagem de produtos são menos complexos e caros do que para fabricar do zero.

A Embraco, maior fabricante mundial de compressores para refrigeração, criou em 2013 um novo negócio para reciclar seus produtos. Os materiais são transformados em produtos acabados, como um motor de geladeira ou um carrinho de supermercado. Com a mudança, a empresa deixou de utilizar máquinas e equipamentos, em parte da sua linha de montagem, a partir de matérias-primas para fabricar produtos acabados, tendo como base a sucata.

A fabricante americana de carpetes Interface, que fatura US\$ 1,5 bilhão e está presente no Brasil e em mais 110 países, não vende carpete aos clientes, e sim o direito de uso do produto por tempo determinado. Ao final do período, a Interface recolhe o carpete e aproveita 100% dele na fabricação de um novo.

PRINCÍPIO 7: MANEJAR O RISCO

O custo de capital próprio é o preço do tempo de espera dos fluxos futuros, acrescido do preço do risco, cobrado pelos investidores para suportar o risco de que esses fluxos possam diferir do que eles esperam quando fazem o investimento. Ou seja, é a soma da taxa de juros livre de risco (no caso do Brasil a SELIC) e um prêmio de risco.

Os riscos de reputação, a responsabilidade no que diz respeito a serviços sociais como saúde e segurança numa fábrica, ou os riscos ambientais podem prejudicar o custo de capital ao aumentarem o prêmio de risco. Empresas poluidoras, no mundo inteiro, já aprenderam ou estão se conscientizando do valor desses riscos. A British Petroleum perdeu dezenas de bilhões de dólares em valor de mercado após o desastre do Golfo do México, assim como outras empresas tentam mitigar o risco reputacional investindo em programas de responsabilidade social corporativa. Como já comentamos, há evidências de que as empresas que assumem a responsabilidade social se beneficiam de um custo de capital próprio menor do que as outras (Ghoul et al., 2011 e Nandy e Lodh, 2012).

Mecanismos de ESG (*Economic, Social and Governance*) estão sendo utilizados para ajustar as carteiras de ações por fundos de investimento. Um dos exemplos é o Banco Itaú, que criou uma metodologia para relacionar os riscos ESG ao valor de empresas de capital aberto (Itaú, 2013). Ou seja, cada vez mais os agentes financeiros estão percebendo a sustentabilidade das empresas, num sentido muito mais amplo do que somente das questões financeiras.

A perenidade dos negócios modernos depende de um contrato social implícito entre a sociedade e as empresas, e somente aquelas que respeitarem

os preceitos éticos e sociais vão poder operar no futuro. A busca da sustentabilidade gera valor, mas não necessariamente no curto prazo.

Os autores agradecem o *input* de Paulo Savaget.

MICHEL FLEURIET é professor convidado da Fundação Dom Cabral e coautor do livro *A dinâmica financeira das empresas brasileiras*, publicado pela FDC em 1978.

RODRIGO ZEIDAN é professor de Economia e Finanças da Fundação Dom Cabral e professor visitante da Nottingham University Business School China.

PARA SE APROFUNDAR NO TEMA

GHOUL, S. et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, Atlanta, GA, v. 35, n. 9, p. 2388–2406, Sep. 2011.

GOSS, A.; ROBERTS, G. S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, Atlanta, Ca, v. 35, n. 7, p. 1794–1810, Jul. 2011.

ITAÚ ASSET MANAGEMENT. *ESG Integration into fundamental equity valuation*. Disponível em: <http://www.itaussassetmanagement.com/pdf/White_Pape_%20ESG_ingles_dez2013.pdf>. Acesso em: 13 out. 2014.

LUBIN, D. A.; ESTY, D. C. The sustainability imperative. *Harvard Business Review*, Boston, v. 88, n. 5, p. 42–50, May 2010.

MORIN, E. et al. The meaning of work, people's health and company performance. *Revista DOM*, Nova Lima, ed. Especial- 35 anos FDC, p. 22-29, 2011.

NANDY, M.; LODH, S. Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidences. *International Review of Financial Analysis*, Atlanta, Ca, v. 25, n. 5, p. 83–93, Dec. 2012.

IN search of the good business. *The Economist*, London, 9 Aug. 2014. Disponível em: <<http://www.economist.com/news/business/21611103-second-time-its-120-year-history-unilever-trying-redefine-what-it-means-be>>. Acesso em: 13 out. 2014.

ZEIDAN, R.; BOECHAT, C.; FLEURY, A. Developing a sustainability credit score system. *Journal of Business Ethics*, 2014. Disponível em: <<http://link.springer.com/article/10.1007/s10551-013-2034-2#page-1>>. Acesso em: 13 out. 2014.

MOHR, S. et al. *Manufacturing resource productivity*. McKinsey Quarterly, New York, NY, p. 36-43, Jun. 2012. Disponível em: <http://www.mckinsey.com/insights/sustainability/manufacturing_resource_productivity>. Acesso em: 6 out. 2014.