



Capital Interno ou Externo. Qual seria a melhor opção?

Júlio César de Resende. MBA em Gestão Financeira e Controladoria pelo Senac Minas – Unidade Contagem. Bacharel em Ciências Contábeis pela PUC Minas. Belo Horizonte – MG. 2020. E-mail: julio.resende29@gmail.com

Juan Ferrari Rizzo. Juan Ferrari Rizzo. Doutor em Geografia. Professor de Metodologia Científica e Orientação de TCC no Núcleo de Pós-Graduação e Ensino a Distância do SENAC Minas. Belo Horizonte – MG. 2020. E-mail: frizzobh@yahoo.com

RESUMO

Neste Caso para Ensino é apresentada a situação da empresa GOL S.A. que pretende expandir seus negócios orientando-se por um ousado plano de crescimento que consiste em construir em cinco anos o mesmo que a empresa produziu em sua primeira década de existência. Para que o projeto se torne possível, o Conselho de Administração da companhia precisará definir a origem dos recursos que irão financiá-lo: capital próprio ou de terceiros.

Palavras-chave: Plano de crescimento. Financiamento. Capital próprio ou de terceiros

O caso

A empresa GOL S.A., uma sociedade anônima de capital aberto com 12 anos de existência no ramo de incorporação, construção, comercialização e gestão de Condomínios Logísticos, situada na região metropolitana de Belo Horizonte, Minas Gerais, deseja expandir seus negócios e, para isso, precisa de recursos que financiem esse crescimento. A alta diretoria da empresa, composta pelo CEO (*Chief Executive Officer*), Sr. Carlos, e pelo CFO (*Chief Financial Officer*), Sr. Ronaldo, pretende apresentar ao Conselho de Administração propostas de captação de recursos que sejam suficientes para a expansão dos negócios e que não onerem o custo de capital da companhia.

O Sr. Ronaldo, superior direto da equipe de Finanças da companhia, convocou o Gerente Financeiro, Sr. Ramon, e o Analista Financeiro, Sr. Rafael, e solicitou a eles que levantassem as vantagens e desvantagens da utilização de

capital próprio *versus* capital de terceiros para compor o material que será apresentado ao Conselho. Sabe-se que há interesse dos atuais investidores em injetar recursos na companhia e a possibilidade da entrada de novos investidores no negócio, como também a possibilidade de captar os recursos via mercado de capitais. O Conselho precisará decidir qual a estrutura de capital deve fomentar o plano de crescimento desenhado pela companhia.

A GOL S.A.

A GOL S.A. é uma empresa desenvolvedora e locadora de galpões de alto padrão que surgiu em 2008 e que foi idealizada por um empresário, Sr. Antunes, dono de várias empresas em Minas Gerais, com destaque para uma grande construtora de imóveis residenciais. Neste mesmo ano, esse empresário convidou seu sobrinho, o Sr. Carlos, para assumir o comando da companhia. Movido a desafios e por uma grande ambição, o executivo prontamente aceitou o convite e precisou voltar dos EUA para se dedicar a este projeto. Na época Carlos morava em Miami e era responsável por uma empresa de desenvolvimento de imóveis para locação que o tio possuía no EUA. Contudo, naquele ano, uma grande crise econômica assolava o país e a empresa optou por desacelerar os negócios e investir em galpões para locação no Brasil.

A GOL S.A. permaneceu durante dez anos no grupo de empresas do Sr. Antunes, aproveitou do sucesso e da expertise no ramo da construção civil e, neste período, vivenciou um grande crescimento. No final de 2018, a jovem empresa desvinculou-se do grupo e lançou-se na B3, tornando-se uma importante companhia do ramo de galpões logísticos e industriais listada na bolsa de valores. Todavia, o Sr. Antunes ainda é o maior acionista da empresa. Atualmente ela possui empreendimentos em 28 cidades de dez estados brasileiros e só não atua na região norte do país. Desse modo, está localizada nos principais centros de consumo do Brasil. A companhia possui como estratégia de negócio a diversificação da sua carteira de clientes, o que fez com que a retração de alguns mercados dos últimos anos não impactasse o negócio da empresa. Um dado importante é que cerca de 40% dos clientes da

GOL operam *e-commerce*. Outro ponto positivo da empresa é a baixa taxa de vacância, o que significa que a maior parte dos empreendimentos está locada.

A diretoria e outros envolvidos

A diretoria da GOL S.A. é composta por três executivos: Sr. Carlos é o CEO, Sr. Ronaldo é o CFO e Sr. Antônio é o responsável pela produção da empresa. Para este caso, considerando o cunho financeiro do problema, serão apresentados os perfis e as formações do CEO e do CFO, dadas as suas responsabilidades na empresa. Será tratada, também, um pouco da história e funções dos demais envolvidos no caso.

Sr. Carlos é graduado em Engenharia Civil pela Universidade Federal de Minas Gerais e possui especialização em Finanças pela Fundação Dom Cabral. Ele iniciou sua trajetória profissional na construtora do seu tio aos 18 anos de idade, como estagiário da área de produção em um canteiro de obras, por onde permaneceu por nove anos, quando já ocupava o cargo de gerente nacional do departamento de engenharia. É um profissional com perfil agitado, que pensa e fala rápido, e que se incomoda com as coisas paradas. Além disso, possui grande domínio com análises de mercado, o que o faz ter sempre objetivos bem definidos na cabeça.

Sr. Ronaldo é graduado em Economia pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais e graduado em Contabilidade pela Fundação Mineira de Educação e Cultura. Sua carreira iniciou-se em uma Big Four de auditoria, por onde exerceu cargos de gerência no Brasil e em Londres. Após esse período, atuou como Gestor Executivo de Relações com Investidores na principal empresa do Sr. Antunes e em 2011 transferiu-se para a GOL S.A. para ser o CFO da empresa. Trata-se de um profissional extremamente inteligente, persuasivo, que cumpre perfeitamente bem o seu papel nas tomadas de decisão da empresa.

Sr. Ramon é o Gerente Financeiro da empresa. Possui graduação em Administração de Empresas pelo Pitágoras, MBA Executivo em Gestão Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas e MBA em Gestão Estratégica de

Finanças pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Iniciou sua trajetória profissional em uma empresa de telefonia, onde ocupou o cargo de Especialista de Operações Financeiras durante sete anos. Em seguida, atuou na construtora residencial do Sr. Antunes, por onde passaram Carlos e Ronaldo, como Coordenador de Faturamento e Contas a Receber, cargo que exerceu por quase cinco anos, quando se transferiu para a GOL. É um profissional engajado e com perfil de liderança evidente, além de contar com vasta experiência na área financeira.

Sr. Rafael é o Analista Financeiro responsável pela gestão do caixa da companhia. É graduado em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais e está concluindo o MBA em Gestão Financeira e Controladoria pelo Senac Minas. A formação profissional de Rafael se consolidou na área financeira, em que possui mais de dez anos de experiência executando diversas atividades. Curiosamente, a história de Rafael também passa pela construtora residencial do Sr. Antunes. Em 2015, ele integrou o time que controlava a dívida corporativa da empresa, realizando atividades de caráter operacional. No final de 2016, transferiu-se para a GOL S.A. para participar de forma estratégica da captação de dívidas da companhia e na definição da aplicação dos recursos disponíveis.

Por que expandir os negócios?

A GOL S.A. entregou, ao longo de uma década, 1 milhão de metros quadrados de Área Bruta Locável (ABL) de galpões chamados classe A, ou seja, empreendimentos padronizados, maiores e de alta qualidade. Em alguns condomínios, chegam a trabalhar aproximadamente 3 mil pessoas, número este que demanda uma estrutura que inclui restaurante, área de apoio ao motorista que entrega e retira produtos nos clientes, além de pátio de manobras. É um verdadeiro centro logístico. Esta estrutura ainda é pouco comum no Brasil, onde ainda é predominante a atuação de galpões isolados e muitas vezes em condições obsoletas.

Neste cenário, Carlos enxerga uma grande oportunidade de crescimento. O país possui hoje aproximadamente 160 milhões de metros quadrados de galpões construídos, porém apenas 10% desse total é classe A. O restante é

galpão antigo, mas que atua na concorrência. Muitos clientes migram destes galpões para os empreendimentos da GOL em busca de melhor estrutura física e dos serviços prestados.

Outro ponto favorável ao crescimento deste mercado é o aumento das vendas *e-commerce* no Brasil. Atualmente aproximadamente 5% do total de vendas do varejo ocorrem nesta modalidade, o que para Carlos é muito pouco comparado a outros países, como a China, por exemplo. Ele acredita que este número tende a dobrar em pouco tempo, uma vez que o *e-commerce* tem ganhado cada vez mais adeptos devido à comodidade atrelada ao serviço. Mas ele aposta que o aumento deste percentual está condicionado a uma estrutura de qualidade, algo que a GOL é capaz de ofertar em qualquer lugar do país.

O crescimento da GOL ao longo dos anos se deve à demanda por galpões de qualidade, mas também pelo fato de a companhia realizar uma gestão integrada do negócio, que contempla a prospecção e compra do terreno, a aprovação do projeto, a construção, locação e administração do condomínio logístico. Portanto, a empresa controla o ciclo completo do desenvolvimento dos seus ativos. E ainda consegue realizar isso tudo a um baixo custo, uma vez que conta com *know-how* absorvido na construtora do Sr. Antunes.

Todo esse otimismo em relação à alta demanda do mercado, aliado a uma excelente gestão do negócio, fez com que a diretoria da GOL criasse um plano ousado de crescimento: construir em 5 anos a mesma metragem entregue na primeira década de existência da empresa, ou seja, 1 milhão de metros quadrados de Área Bruta Locável (ABL). Para isso, a empresa já está atuando na recomposição do banco de terrenos, incluindo a compra de áreas em cidades onde ainda não atuava, para conseguir atender os clientes em novas praças. Este ambicioso projeto custará à GOL um investimento de R\$1,5 bilhão, e para realizá-lo a companhia precisa captar recursos que não onerem o seu custo de capital.

Capital externo ou interno? Esse é o dilema

Para dar início à execução do projeto, Sr. Ronaldo se reuniu com o Gerente Financeiro, Sr. Ramon, e o Analista Financeiro, Sr. Rafael, e pediu a eles que levantassem as vantagens e desvantagens do capital próprio *versus* capital de terceiros para que o Conselho de Administração possa analisar e, assim, decidir qual estrutura de capital vai promover o crescimento da companhia. A maior preocupação da diretoria é realizar uma escolha que não aumente os custos e que não cause perda de atratividade da empresa, mas que traga oxigenação ao negócio.

Na linha de frente da demanda e sob a gestão do Sr. Ramon, Rafael realizou alguns estudos e consolidou as principais informações sobre cada opção de utilização de recursos. Em relação ao capital próprio, ou seja, o dinheiro investido pelos acionistas da empresa, ele listou suas principais características, quais sejam:

- Dentre as principais vantagens dos financiamentos realizados com capital próprio está a falta da incidência de juros, uma vez que o próprio dinheiro da instituição está sendo investido no projeto. E ainda não há a obrigação de devolver o valor utilizado;
- Outro benefício desta modalidade é que os riscos são compartilhados pelos acionistas. Portanto, se houver prejuízo não há o que se falar em divisão de lucros;
- Recorrendo ao capital próprio, a empresa não precisa se preocupar com prazos, taxas e obrigações estabelecidas em contrato;
- Uma das principais desvantagens é que, com o passar do tempo, a distribuição dos lucros pode exceder o valor que a empresa gastaria pagando um empréstimo ou financiamento, por exemplo;
- Também nesta modalidade a empresa possui menos autonomia, pois os acionistas exercem controle na administração do negócio. Logo, existe a necessidade de consultá-los nas tomadas de decisões.

Na abordagem sobre o capital de terceiros, Rafael enumerou suas propriedades e as apresentou conforme a sequência abaixo:

- Ao recorrer a recursos de terceiros, o controle do negócio permanece na mão da empresa, isto porque o credor não tem o poder de interferir nas decisões da companhia;
- A opção por um empréstimo, financiamento ou qualquer outro produto que se enquadre na captação de recursos de terceiros permite que a empresa realize um orçamento mais preciso, uma vez que se conhece a quantia e o prazo em que a dívida deve ser paga, além de ser possível estimar os juros em caso de remuneração pós-fixada;
- A relação entre a empresa e o credor dura enquanto durar o contrato da dívida. Portanto, o vínculo existe por prazo determinado;
- O capital de terceiros proporciona a alavancagem do negócio, pois financia projetos que requerem mais recursos do que a empresa disponibiliza para tal;
- Uma desvantagem é que o pagamento do empréstimo mais os juros deve ocorrer independente da situação financeira em que a empresa se encontra;
- Empresas com alto índice de endividamento geralmente afastam potenciais investidores, uma vez que são consideradas de alto risco.

Rafael ressaltou que a estrutura de capital é o que vai determinar o sucesso do projeto. Portanto, independente da origem dos recursos, seja ela de terceiros, do capital próprio ou da combinação entre os dois, o objetivo final é a maximização dos lucros da empresa, uma vez que tudo gira em torno do ROI (*Return on Investment*), sigla em inglês que expressa o retorno sobre o investimento.

Para enriquecer o material, o Gerente Financeiro orientou Rafael que incluísse alguns números importantes sobre a situação financeira da empresa que poderão auxiliar na tomada de decisão:

- A empresa possui R\$ 109 milhões de caixa e equivalentes de caixa e R\$ 66 milhões na conta de títulos e valores mobiliários;
- O faturamento mensal da empresa gira em torno dos R\$ 10 milhões;
- As propriedades para investimento da companhia, que incluem os projetos concluídos, os projetos em construção e os terrenos, estão

avaliadas em R\$ 2,5 bilhões. É um ativo considerável, porém com baixo grau de liquidez. Além disso, 84% deste total constam como garantia nos contratos de dívida, ou seja, só estarão desonerados após a quitação destes contratos;

- No curto prazo a empresa precisa honrar R\$ 94 milhões de dívidas com origem em empréstimos, financiamentos e debêntures. Na conta de longo prazo, este passivo é de R\$ 897 milhões, sendo que R\$ 650 milhões vencem dentro de 36 meses após o primeiro ano.

O estudo foi encaminhado ao CFO que, por sua vez, apresentou o material ao Conselho de Administração. Em posse das informações levantadas pela equipe financeira, os conselheiros da empresa se encontram diante de um grande dilema a ser resolvido: os recursos que financiarão o ousado projeto da GOL terão sua origem no capital próprio, no capital de terceiros ou a combinação destas duas modalidades poderia ser uma opção? O capital próprio traz menos obrigação à empresa, mas a expectativa gerada pelo projeto atrairia capital suficiente dos investidores para complementar o caixa produzido pela companhia? Já o capital de terceiros proporcionaria um crescimento acelerado, contudo o considerável aumento do endividamento não colocaria a empresa em risco? Qual seria a melhor decisão?