

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)

RAFAEL SOARES DE OLIVEIRA

O IMPACTO DA ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE
GIRO NA GERAÇÃO DE VALOR: UM CASO PRÁTICO
NO SETOR DE VAREJO ELETRÔNICO

PORTO ALEGRE
2009

Rafael Soares de Oliveira

O IMPACTO DA ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO NA GERAÇÃO DE VALOR: UM CASO PRÁTICO NO SETOR DE VAREJO ELETRÔNICO

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração

Orientador: Prof. MSc. Roberto Lamb

PORTO ALEGRE
2009

Rafael Soares de Oliveira

O IMPACTO DA ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO NA GERAÇÃO DE VALOR: UM CASO PRÁTICO NO SETOR DE VAREJO ELETRÔNICO

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração

Conceito final.....
Aprovado em de.....de.....

BANCA EXAMINADORA

Prof.:
Instituição:

Prof.:
Instituição:

Orientador: Prof^o MSc. Roberto Lamb
Instituição: Universidade Federal do Rio Grande do Sul

PORTO ALEGRE
2009

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais pelos valores que têm me passado, pelo brilhante exemplo que ambos têm sido e pela confiança, carinho e amor incondicional.

Agradeço ao meu irmão Lucas, eterno companheiro, e a todos os meus amigos, próximos ou distantes, que se privaram de minha presença - ou de uma simples lembrança - devido a minha dedicação a este estudo nos últimos meses.

Agradeço aos meus dois amigos Luis Fernando e Vinicius, estudiosos da língua portuguesa, que, mesmo em um lindo domingo de sol, se dispuseram em me ajudar com as devidas correções ortográficas.

Agradeço ao meu orientador, prof^o Roberto Lamb, por acreditar no meu trabalho e por preocupar-se em vê-lo realizado da melhor forma possível.

E agradeço, também, a toda equipe da Geral Asset Management, em especial ao analista Júlio Green Machado, pela oportunidade de me desenvolver profissionalmente, pelo conhecimento sólido de finanças corporativas e pelas excelentes dicas de leitura, sem as quais a realização deste trabalho teria sido por um caminho menos claro e mais tortuoso.

*Sucesso é conseguir o que se quer.
Felicidade é gostar do que se conseguiu.*

Dale Carnegie

RESUMO

Às vésperas do movimento de consolidação do setor, a B2W batalha contra grandes *players* do varejo tradicional pela manutenção de sua participação de mercado superior a 50%. O varejo eletrônico brasileiro tem apresentado crescimento médio anual de 47,1% desde 2004, taxa acima do crescimento do varejo tradicional, estimulando a entrada de redes consagradas do varejo no ambiente web. Políticas agressivas de crédito ao consumidor foram tomadas pela B2W para fidelizar seu cliente e conquistar maiores fatias de mercado antes da sua consolidação. Contudo, a busca pelo aumento das vendas, a partir de programas de parcelamento em até 24 vezes, levaram as finanças da empresa a uma situação delicada. O endividamento de curto prazo, altamente custoso, foi necessário para financiar as políticas de crédito ao consumidor e, agora, a B2W se vê frente a esta situação que pode levá-la a insolvência. Decisões como esta fizeram com que a Companhia destruísse valor para firma e para o seu acionista, corroborando a importância da Administração do Capital de Giro na análise financeira de uma empresa e conduzindo a não recomendação de investimento em suas ações na ocasião da análise.

Palavras-chave: Administração Financeira. Análise Financeira. Administração do Capital de Giro. Criação de Valor. Varejo Eletrônico.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| Figura 1 – Ciclo Operacional: fornecedores financiam a estocagem e uma parte das vendas | 25 |
| Figura 2 – Ciclo Operacional: fornecedores financiam apenas parte da estocagem | 26 |
| Figura 3 - Portfólio de Marcas da B2W, com destaque para as empresas que compõem a controladora..... | 40 |
| Figura 4 - Organograma Societário da B2W no final de 2008 | 44 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1 - Evolução do faturamento do setor de varejo eletrônico entre 2004 e 2008..... | 49 |
| Gráfico 2 - Distribuição das compras <i>online</i> por faixa etária em 2008..... | 50 |
| Gráfico 3 - Distribuição das compras <i>online</i> por renda familiar em 2008..... | 52 |
| Gráfico 4 - Participação de mercado dos principais players do setor de varejo eletrônico nacional em 2008 | 53 |
| Gráfico 5 - A evolução das Margens Operacionais ao longo do período estudado | 61 |
| Gráfico 6 - Os prazos médios e os ciclos empresariais..... | 63 |
| Gráfico 7 - Evolução da NCG e do CDG frente ao crescimento da Receita | 65 |
| Gráfico 8 - Indicadores do Modelo Fleuriet | 67 |
| Gráfico 9 - Rentabilidade no período, com destaque para os índices em 2008..... | 68 |
| Gráfico 10 – Evolução do ritmo de desconto de duplicatas superior ao crescimento da NCG ao longo do período analisado | 69 |
| Gráfico 11 - Endividamento no período analisado, com destaque para 2008..... | 70 |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO | 11 |
| 1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO DE CASO | 14 |
| 1.1 DEFINIÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA | 14 |
| 1.2 JUSTIFICATIVA | 15 |
| 2 OBJETIVOS | 17 |
| 2.1 OBJETIVO GERAL..... | 17 |
| 2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS..... | 17 |
| 3 REFERENCIAL TEÓRICO | 18 |
| 3.1 A ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO..... | 18 |
| 3.1.1 O Conceito | 19 |
| 3.1.2 Os Prazos Médios e Os Ciclos Empresariais..... | 21 |
| 3.2 O DINAMISMO DA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA | 26 |
| 3.2.1 CDG | 27 |
| 3.2.2 NCG | 28 |
| 3.2.3 Saldo de Tesouraria | 28 |
| 3.2.4 Autofinanciamento..... | 29 |
| 3.3 A DEMONSTRAÇÃO DE FLUXO DE CAIXA..... | 30 |
| 3.3.1 Fluxo de Caixa Livre Como Indicador de Valor | 32 |
| 3.4 A CRIAÇÃO DE VALOR ATRAVÉS DA ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO | 34 |
| 3.4.1 Valor x Duplicatas a Receber (Clientes) | 36 |
| 3.4.2 Valor x Estoques | 37 |
| 3.4.3 Valor x Duplicatas a Pagar (Fornecedores) | 38 |
| 4 ORGANIZAÇÃO E AMBIENTE | 40 |
| 4.1 A COMPANHIA: B2W – COMPANHIA GLOBAL DE VAREJO..... | 40 |
| 4.1.1 O Histórico..... | 42 |
| 4.1.2 A Visão | 43 |
| 4.1.3 Governança Corporativa..... | 43 |
| 4.1.4 Composição Societária..... | 44 |
| 4.1.5 Fornecedores e Parceiros..... | 45 |
| 4.1.6 Clientes | 46 |
| 4.1.7 Concorrentes | 47 |
| 4.1.8 Sazonalidade do Negócio | 48 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 4.2 | O AMBIENTE | 48 |
| 4.2.1 | O Setor de Comércio Eletrônico Brasileiro..... | 48 |
| 4.2.2 | O Cenário Econômico no Período Analisado | 53 |
| 5 | PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS | 57 |
| 5.1 | DELINEAMENTO DA PESQUISA | 57 |
| 5.2 | PLANO DE COLETA DE DADOS..... | 58 |
| 5.3 | PLANO DE ANÁLISE DOS DADOS | 59 |
| 6 | A ANÁLISE DO CASO B2W | 61 |
| | CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 71 |
| | REFERÊNCIAS | 76 |
| | ANEXO A – BALANÇO PATRIMONIAL PRÓ-FORMA: B2W CONTROLADORA | 78 |
| | ANEXO B - DEMONSTRATIVO DE RESULTADO PRÓ-FORMA: B2W CONTROLADORA | 79 |
| | ANEXO C – FLUXO DE CAIXA LIVRE: B2W CONTROLADORA..... | 79 |

INTRODUÇÃO

O objetivo principal do administrador deve ser o de maximizar a riqueza dos proprietários da empresa em que atua. A variação da riqueza dos proprietários é medida pelo desempenho da ação da companhia, e o administrador deve ter como foco e objetivo final de seu trabalho buscar a maior valorização desta ação.

Dentro das organizações existem dois tipos de atividades segundo Scott (2000, p. 34): aquelas que direcionam para criação de valor e aquelas que direcionam para custos improdutivos. Atualmente, discute-se o papel do administrador no mercado de trabalho, mas é naquele ponto que se revê a sua existência, o desafio de direcionar esforços para atividades que realmente criem valor, que sejam capazes de aumentar o preço de mercado das companhias, retornando em ganhos econômico-financeiros para os acionistas.

Dentre as formas de gerir as atividades operacionais do cotidiano de uma empresa, existe a Administração Financeira de Curto Prazo. Independentemente do porte da empresa, se possui fins lucrativos ou não, suas operações incluem atividades rotineiras, conhecidas, em finanças, por ciclo operacional (MATIAS, 2007, p. 63). Em uma empresa do varejo, a administração do ciclo operacional consiste, basicamente, em gerir as compras, a estocagem e as vendas das mercadorias em questão, bem como o pagamento das compras, o financiamento do estoque e o recebimento das vendas. Ou seja, a Administração do Capital de Giro é a administração das atividades rotineiras pela perspectiva financeira.

Este trabalho propõe-se a apresentar o impacto, bom ou ruim, que a Administração do Capital de Giro pode exercer sobre a geração de valor de uma companhia. Se maximizar o valor é tarefa do administrador, este deve procurar ter as atividades que compõem a Administração do Capital de Giro como direcionadores de valor, ou seja, enxergá-las como influenciadoras diretas na geração de recursos da empresa.

Os direcionadores de valor, ou também conhecido como *value drivers*, são controles internos a serem monitorados. Eles são os possíveis criadores de valor

para a organização, sendo as primeiras fontes de informações garimpadas por analistas de mercado e capitalistas interessados em buscar empresas rentáveis para alocar seus recursos. (BRIGHAM, 2006, p. 345)

No caso de empresas de varejo, em que o Ativo circulante responde pela maior parte dos investimentos realizados, e nas empresas de varejo eletrônico, em que o Ativo circulante chega a 80% do Ativo total devido a menor necessidade de investimento em Ativo fixo comparado com o varejo tradicional, a Administração de Capital de Giro exerce papel fundamental na criação de recursos e na majoração do retorno aos acionistas.

O processo de análise de investimentos para alocação dos recursos de investidores em corretoras, bancos e gestoras de recursos passa, invariavelmente, pela observação e análise dos *value drivers* de qualquer companhia a ser avaliada. O processo de avaliação exige a observação dos chamados “grandes números”.

Este trabalho busca, através dos procedimentos metodológicos de estudo de caso, trazer a teoria de criação de valor, do uso do Fluxo de Caixa e o método de análise financeira desenvolvido pelo professor francês Michel Fleuriet, para uma situação real ocorrida no período de 2005 a 2008 com a B2W, uma companhia de varejo eletrônico com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa.

Como uma companhia de *e-commerce*, o seu Ativo circulante representa entre 70% a 80% do seu Ativo total, variando de período a período. A análise da Administração do seu Capital de Giro é um diagnóstico do seu principal *valuer driver* e o resultado pode determinar a sua recomendação – ou não – para investir em sua ação.

Esta monografia está subdividida em capítulos. No próximo capítulo é apresentada a situação-problema que deu vida ao estudo de caso e a justificativa para sua existência. O segundo capítulo trata dos objetivos deste estudo e o terceiro é dedicado à revisão de literatura com os mais atuais e relevantes conteúdos bibliográficos de administração e análise do capital de giro, bem como de criação de valor. Em seguida, é apresentada a organização, cujos dados financeiros foram analisados, bem como o macroambiente em que está inserida. No quinto capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos que foram utilizados para

formação desta monografia e, antes de concluir este estudo, é apresentado o caso propriamente dito e sua análise.

1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO DE CASO

1.1 DEFINIÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA

Toda tomada de decisão em investimentos, para alocação dos recursos dos clientes da Geral Asset Management – uma gestora de recursos de terceiros, vinculada à Corretora Geral de Valores e Câmbio, com sede em Porto Alegre, RS - passa necessariamente pelo setor de Pesquisa & Análise. Este procedimento é corriqueiro entre os bancos de investimentos, corretoras de valores e gestoras de recursos de terceiros, em que as deliberações envolvem analistas de investimentos, com maciço conhecimento em análise e avaliação de empresas, e analistas econômicos, com uma apurada percepção do ambiente macroeconômico, além dos gestores, responsáveis por quaisquer movimentações nas carteiras de clientes, clubes ou fundos de investimentos.

Com a concretização da fusão de duas das empresas pioneiras no varejo eletrônico, Americanas.com e Submarino, criando a B2W no final de 2006, seguindo de sua abertura de capital na bolsa de valores, exigiu-se que o mercado financeiro prestasse a atenção neste novo setor, ainda pouco conhecido e explorado, em termos de diagnósticos e análises, pelos analistas e investidores.

O processo de análise de empresas na Geral Asset Management inicia-se na procura exaustiva de informações a respeito da companhia a ser trabalhada. Busca-se o entendimento do posicionamento e das estratégias financeiras e empresariais adotadas pela companhia, principalmente se destoarem das características do setor. Como surgiu o interesse por parte de clientes a partir da abertura de capital da B2W, a equipe de Pesquisa & Análise deu início ao seu estudo aprofundado.

Durante o período que tomou-se como base para análise dos dados neste trabalho, pouco material sobre a B2W foi, de fato, divulgado. Embora analistas de investimentos de renomados bancos e corretoras tenham identificado a Administração do Capital de Giro da B2W como um aspecto negativo que consumia

recursos da Companhia apenas no final de 2007 e início de 2008, nada foi retratado anteriormente, somente menções ao endividamento que crescia.

Uma empresa gera valor, ou seja, gera recursos para consumo próprio e para os seus acionistas quando alinha suas estratégias aos *value drivers*, de modo que otimize os investimentos nos aspectos responsáveis por gerar valor dentro do negócio.

A Administração do Capital de Giro é um *value driver* das empresas de varejo tradicional. Parte-se do pressuposto que as empresas de varejo eletrônico, devido a ausência de prateleiras, imóveis gigantescos, pavilhões e almoxarifados, ao utilizarem menos Ativos fixos – imobilizados – tendem a ter um dispêndio maior de capital com o Ativo circulante, conseqüentemente, com o capital de giro.

Segundo a 12ª edição da pesquisa anual “Global Power of Retailing” (DELLOITE, 2009), em que realiza um estudo sobre as 250 maiores varejistas do mundo, uma das dez prioridades das companhias deste setor para os próximos anos é a de otimizar a aplicação do capital de giro. Segundo a empresa de consultoria, os varejistas terão de enfrentar forte pressão por parte de investidores ávidos por retorno dos investimentos, impactando no aumento de dividendos e redução de dívidas.

Cabe, então, entender se a Administração do Capital de Giro da B2W esteve ou não destruindo valor durante todo o período entre 2005 a 2008. A construção de uma situação prejudicial a sua liquidez poderia ocorrer caso houvesse destruição de valor, visto que não teria recursos para novos investimentos necessários, inclusive, para crescimento orgânico ou, ainda, permanecendo numa situação arriscada de insolvência frente a um cenário de recessão, tornando-se, logo, pouco atraente a investidores.

1.2 JUSTIFICATIVA

A B2W, desde o início, não se preocupou em tornar transparente a sua Administração do Capital de Giro, bem como as políticas adotadas. O fato de a

administração estar consumindo recursos somente veio à tona a partir do 4º trimestre de 2007, quando passou a se preocupar em informar aos acionistas, através do seu *release*, o esforço que estava sendo feito em buscar reduzir os prazos médios e o ciclo operacional. Claro fica que não havia interesse da empresa em apresentar os dados anteriores, mas o que de fato aconteceu?

Analistas de investimentos criticavam o endividamento da Companhia, mas não aprofundaram suas análises a ponto de identificar o crescimento da Necessidade de Capital de Giro bem acima do Capital de Giro Líquido, possivelmente, não tendo reconhecido a política agressiva de crédito uma consumidora de recursos da Companhia, apenas enxergando o peso do endividamento.

Assim sendo, essas razões motivaram a execução deste trabalho, que justifica-se com o propósito de realizar um acompanhamento da dinâmica financeira de curto prazo da B2W, de modo que seja possível identificar o real impacto da Administração do Capital de Giro da Companhia, seu principal *value driver*, na geração de recursos ao longo do período analisado. Esta informação poderá inclusive ser útil a identificação de uma oportunidade de investimento nas ações da B2W, caso ela seja positiva.

2 OBJETIVOS

2.1 OBJETIVO GERAL

Avaliar o impacto da Administração do Capital de Giro sobre o desempenho da B2W nos exercícios de 2005 a 2008.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a. Revisar os conceitos de Administração de Capital de Giro e fluxo de caixa como indicadores de geração de valor.
- b. Reunir informações da Companhia em estudo, bem como do setor de varejo eletrônico em que está inserida, para fins de análise.
- c. Identificar, por meio da revisão das recomendações da Teoria Financeira e da análise do caso da B2W aqui estudado, se a Administração do Capital de Giro funcionou como condutora de valor no período analisado.
- d. Avaliar a importância da Administração do Capital de Giro para a análise financeira desta empresa.
- e. Concluir, a partir da verificação do impacto da Administração do Capital de Giro sobre a geração de valor, a relevância do capital de giro para fins de determinação de preço-justo de suas ações e se o investimento em suas ações poderia ser recomendado na ocasião da análise.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 A ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO

A Administração do Capital de Giro constitui o planejamento, o gerenciamento e o controle dos recursos financeiros, advindos de obrigações com vencimento em curto e longo prazo, aplicados no Ativo circulante das empresas. Estes recursos financeiros são representados pelo Passivo circulante e pelo excedente do Passivo não circulante, composto pelas exigibilidades de longo prazo e pelo patrimônio líquido, em relação aos Ativos não circulantes, ou seja, direitos e créditos de longo prazo somados aos bens permanentes.

A Gestão do Capital de Giro é dinâmica e exige a atenção diária dos executivos financeiros, com o total comprometimento de gerentes de outras áreas inclusive, como setores de compras e comercial. Cerca de 60% do tempo do administrador financeiro é dedicado ao gerenciamento do capital de giro. Qualquer falha nesta área de atuação pode comprometer a capacidade de solvência da empresa, prejudicando a sua rentabilidade em médio prazo, ainda que, em curto prazo, esta seja uma empresa altamente lucrativa. (BRIGHAM, 2006, p. 836)

Entretanto, engana-se quem identifica o olhar sobre a Gestão do Capital de Giro uma preocupação somente de executivos e empresários. O estudo dessa ferramenta é fundamental também para todos os profissionais atuantes na área financeira, inclusive analistas de empresas. De acordo com Silva (2008, p. 319), o Investimento Operacional em Giro (IOG) é um dos mais importantes conceitos trabalhados pelos analistas na compreensão das decisões financeiras de capital de giro das empresas. Como este trabalho tem a sua fundamentação metodológica baseado no estudo de caso para consultoria de investimentos, a figura do analista é deveras mais central que a do administrador financeiro interno.

Dentre os vários fatores a qual a boa saúde organizacional depende, pode-se citar a Administração do Capital de Giro como uma das mais importantes, sendo indispensável ferramenta para a manutenção do ciclo de vida empresarial,

principalmente por pautar os problemas de gestão dos Ativos e Passivos circulantes a partir das interrelações entre esses grupos patrimoniais.

3.1.1 O Conceito

Segundo Brigham (2006, p. 837), a Administração do Capital de Giro envolve tanto a determinação da política de capital de giro como a aplicação dessa política nas operações diárias. Esta, por sua vez, refere-se às políticas empresariais para especificação do nível ótimo de cada conta do Ativo circulante, além da decisão da forma de financiamento deste.

De acordo com Ross (2002, p. 40), a Administração do Capital de Giro da empresa é uma atividade cotidiana que assevera que os recursos sejam suficientes para manter a operação, visando a evitar cessações dispendiosas. Contudo, antes de qualquer consideração, e para uma boa compreensão do conceito de Administração do Capital de Giro, é muito importante conhecer os elementos envolvidos na sua concepção.

A Gestão do Capital de Giro envolve o gerenciamento das contas circulantes da empresa, incluindo Ativos e Passivos circulantes. De acordo com Gitman (2004, p. 259), é considerado um dos aspectos mais importantes da administração financeira pelo fato de os Ativos circulantes representarem cerca de 50% do Ativo total, e cerca de 30% dos financiamentos totais são representados pelo Passivo circulante nas empresas industriais. Ainda, Gitman (*op. cit.*) analisa que uma empresa precisa manter um nível satisfatório de capital de giro, e os Ativos circulantes das empresas devem ser suficientemente consideráveis para cobrir os seus respectivos Passivos circulantes. Assim, garante-se uma razoável margem de segurança.

A natural falta de sincronismo entre os elementos que compõem o capital de giro faz de sua administração um indispensável instrumento para o funcionamento das atividades empresariais. Essas, pois, devem manter certas quantidades de recursos regulares para financiar suas operações dentro do período conhecido como ciclo operacional, isto é, desde a aquisição dos mais primários insumos de produção até o recebimento das vendas.

Uma boa administração do capital de giro envolve uma alta rotação das contas circulantes, tornando mais dinâmico o fluxo de operações da empresa e encurtando os prazos. De forma favorável à empresa, esse incremento da atividade propicia menor necessidade de imobilização do capital circulante e um incentivo ao aumento da rentabilidade.

De acordo com Assaf Neto (2002), as contas do Balanço Patrimonial podem ser reunidas sob as seguintes denominações para fins de análise do capital de giro:

- **Ativo Cíclico:** constituído pelas contas intimamente relacionadas às operações da empresa, como as duplicatas a receber (clientes), provisão para devedores duvidosos, adiantamento a fornecedores, estoques, adiantamento a empregados, impostos indiretos a compensar, despesas operacionais antecipadas, etc.;
- **Ativo Financeiro:** formado pelas disponibilidades, aplicações financeiras, depósitos judiciais, restituições de IR, créditos de empresas coligadas/controladas, etc.;
- **Ativo Permanente:** são as contas que, atualmente, compõem o Ativo não circulante, como o imobilizado, investimentos, diferido, intangível e realizável à longo prazo;
- **Passivo Cíclico:** constituído pelas obrigações em curto prazo relacionadas à atividade operacional, como fornecedores, impostos indiretos (PIS/Cofins, ICMS, IPI), adiantamentos de clientes, provisões trabalhistas, salários e encargos sociais, participações de empregados, etc.;
- **Passivo Financeiro:** formado por empréstimos e financiamentos bancários de curto prazo, duplicatas descontadas, imposto de renda e contribuição social, dividendos, dívidas com coligadas e controladas, etc.;
- **Passivo Permanente:** formado pelas contas do Passivo não circulante.

A conta “duplicatas descontadas”, originalmente classificada como uma conta redutora do Ativo, é readequada ao Passivo para fins de análise. Desta forma,

encaixa-se na classificação Passivo Financeiro por Assaf Neto (*op. cit.*), visto que é uma fonte de financiamento de curto prazo, muitas vezes, altamente custosa.

Para Fleuriet (2003, p. 7), uma melhor compreensão do modelo de análise financeira que se pretende realizar, é considerar as contas do Ativo e do Passivo em relação à realidade dinâmica das empresas, em que as contas são classificadas de acordo com seu ciclo, ou seja, o tempo que leva para se realizar uma rotação.

Desta forma, Fleuriet define como:

- **Contas Cíclicas:** as contas que estão relacionadas ao ciclo operacional da Companhia, como estoques, clientes e fornecedores. Também conhecida como Contas Operacionais.
- **Contas Não-cíclicas:** as contas que apresentam movimentação lenta, como investimentos, reservas de lucros, as contas do realizável a longo prazo, etc. São as contas consideradas “permanentes” por Assaf Neto.
- **Contas Erráticas:** as contas que não estão envolvidas diretamente à operação, como o disponível, títulos negociáveis, duplicatas descontadas, etc. São as contas consideradas “financeiras” por Assaf Neto.

3.1.2 Os Prazos Médios e Os Ciclos Empresariais

Através das demonstrações financeiras é possível calcular os prazos médios de renovação do estoque, pagamento de compras e recebimento das vendas. Munido destes indicadores, consegue-se analisar o ciclo operacional e o ciclo de caixa - ou financeiro - de uma empresa.

Segundo Matarazzo (2008, p. 311), os índices de prazos médios não devem ser analisados individualmente, mas sempre em conjunto. A compreensão dos ciclos empresariais e dos prazos médios encontrados nas demonstrações financeiras é essencial para a Administração do Capital de Giro e, especificamente, para o entendimento do comportamento da Necessidade de Capital de Giro de qualquer organização, visto que são elementos fundamentais para definição de estratégias

empresariais que, de acordo com Matarazzo (*op. cit.*), tanto comerciais quanto financeiras.

3.1.2.1 Prazo Médio de Estoque

É o prazo médio de renovação de estoques. Para se definir o giro do estoque de uma empresa, toma-se como base o custo de mercadorias vendidas. Assim, a fórmula do prazo médio de renovação de estoques é dada pela divisão dos estoques pelo custo de mercadorias vendidas, multiplicado por 360, que é a convenção do número de dias úteis no ano.

Segundo Matarazzo (2008, p. 316), o correto seria relacionar os estoques às vendas futuras, mas como este dado não é disponível ao analista externo, tomam-se as vendas já ocorridas a preço de custo, através do custo de mercadorias vendidas.

A sua fórmula é, portanto:

$$PME = \frac{\text{Estoques}}{\text{CMV}} \times 360$$

3.1.2.2 Prazo Médio de Pagamento

A negociação de prazos com fornecedores é significativa para a empresa, pois é a mais importante fonte de financiamento para as atividades empresariais, por ser, a princípio, livre de juros e sem a necessidade de garantias. As empresas conseguem adquirir muitos dos seus insumos para a produção à crédito, não precisando desembolsar capital no momento da compra. Desta forma, os insumos de produção comprados à crédito geram o chamado financiamento espontâneo, onde o capital não desembolsado no momento da compra financia o caixa em curto prazo (BRIGHAM, E., EHRHARDT, M, 2006).

O prazo médio de pagamento, que representa a média de dias em que a empresa paga suas obrigações originárias das compras de fornecedores, utilizando o mesmo período de um ano do prazo médio estoques, é calculado da seguinte forma:

$$\text{PMP} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{CMV}} \times 360$$

Para empresas de grande porte, onde o volume de compras é altíssimo, a possibilidade de se conseguir financiamento espontâneo em curto prazo é enorme. Isto se deve ao grande poder de barganha das grandes organizações sobre os fornecedores, por serem muitas vezes, o maior ou um dos maiores clientes destes.

As empresas que trabalham bem sua capacidade de comprar à crédito conseguem compensar, em parte ou totalmente, o período em que insumos ficam retidos na produção.

3.1.2.3 Prazo Médio de Recebimento

Os valores a receber representam a expectativa de transformar as vendas já efetuadas em caixa para a empresa, respeitados os prazos de pagamentos dados aos diversos clientes. É considerada uma expectativa porque a transformação das duplicatas a receber em caixa depende de vários agentes externos, mais precisamente dos clientes. Caso um cliente não efetue o pagamento, a venda não estará completa e não será transformada em caixa.

Quanto mais prazo a empresa conceder aos seus clientes, maior é o montante de duplicatas a receber, o que resulta numa maior necessidade de financiamento. Segundo Matarazzo (2008, p. 317):

Os prazos concedidos aos clientes são uma questão de mercado e não uma questão unilateral da empresa, que é obrigada a adotar determinado prazo, com certa margem de manobra, e não escolher o prazo ideal (teoricamente igual a zero, ou seja, idealmente as vendas seriam à vista).

O prazo médio de recebimento é calculado pela divisão dos valores a receber pela venda anual líquida da empresa, multiplicado por 360. Basicamente, os valores a receber serão ocupados pela conta “Clientes” do Balanço Patrimonial. De acordo com Matarazzo (2008, p. 320), tratamos como vendas líquidas as vendas brutas menos abatimentos e devoluções, pois isto, segundo o autor, é o que gera valores a receber.

$$\text{PMP} = \frac{\text{Clientes}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 360$$

3.1.2.4 O Ciclo Operacional

A soma dos prazos médios de recebimento das vendas e de renovação dos estoques forma o chamado ciclo operacional, ou seja, segundo Matarazzo (2008, p. 318), é o tempo decorrido entre a compra e o recebimento da venda da mercadoria.

O ciclo operacional inicia-se no momento em que a empresa compra os insumos necessários para a sua produção ou, no caso de uma empresa de comércio, produtos para venda, e os insere no estoque, passando pelo pagamento das compras, fabricação e venda do produto e finalizando com o recebimento das vendas.

A análise do ciclo operacional é um retrato temporal das atividades da empresa e do impacto financeiro causado pelas mesmas.

3.1.2.5 O Ciclo Financeiro

Conforme define Lemes Júnior (2002, p. 204): “O ciclo de caixa compreende o período em que os recursos da empresa foram utilizados para o pagamento dos

bens e/ou matérias-primas até o recebimento pela venda do produto acabado resultante.”

O ciclo de caixa, ou ciclo financeiro, é o período entre o pagamento aos fornecedores e o recebimento das vendas aos clientes. Em grande parte das organizações, o ciclo de caixa é positivo, ou seja, primeiro elas pagam aos fornecedores para depois receber dos clientes. É justamente esta diferença entre o momento do pagamento e do recebimento que deve ser financiado nas empresas.

Empresas com ciclo de caixa negativo, que seria a situação ideal, não necessitam obter financiamento para a manutenção deste ciclo, pois as entradas de caixa ocorrem antes das saídas. Para que a empresa tenha ciclo de caixa negativo, o período médio de pagamento deve exceder todo o ciclo operacional, o que é extremamente difícil para o setor industrial que teria que conseguir estender seu prazo médio de pagamento por um período muito grande.

As empresas que não fabricam seus produtos somente comercializam, bem como as prestadoras de serviço, têm mais chance de ter ciclo de caixa negativo, principalmente por não ter estoques de produtos em produção. Entretanto, a política de crédito que adotará frente aos seus clientes – ou como o setor e a concorrência tratam este aspecto – basicamente, será o determinante do ciclo de caixa.

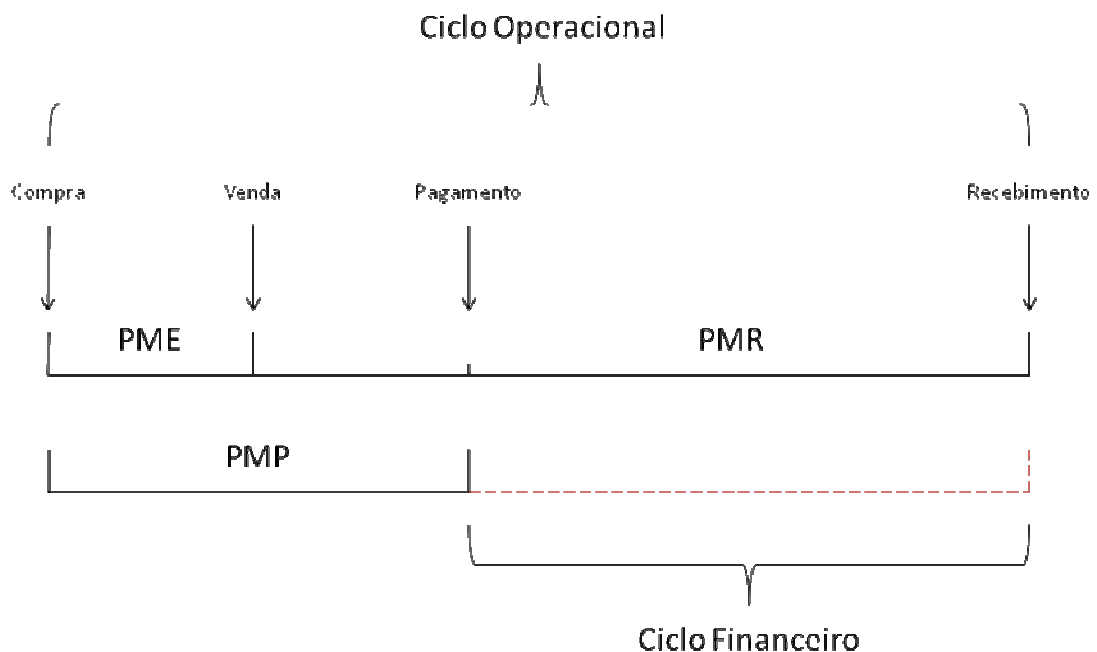


Figura 1 – Ciclo Operacional: fornecedores financiam a estocagem e uma parte das vendas
 Fonte: Adaptado de Matarazzo (2008, p. 319)

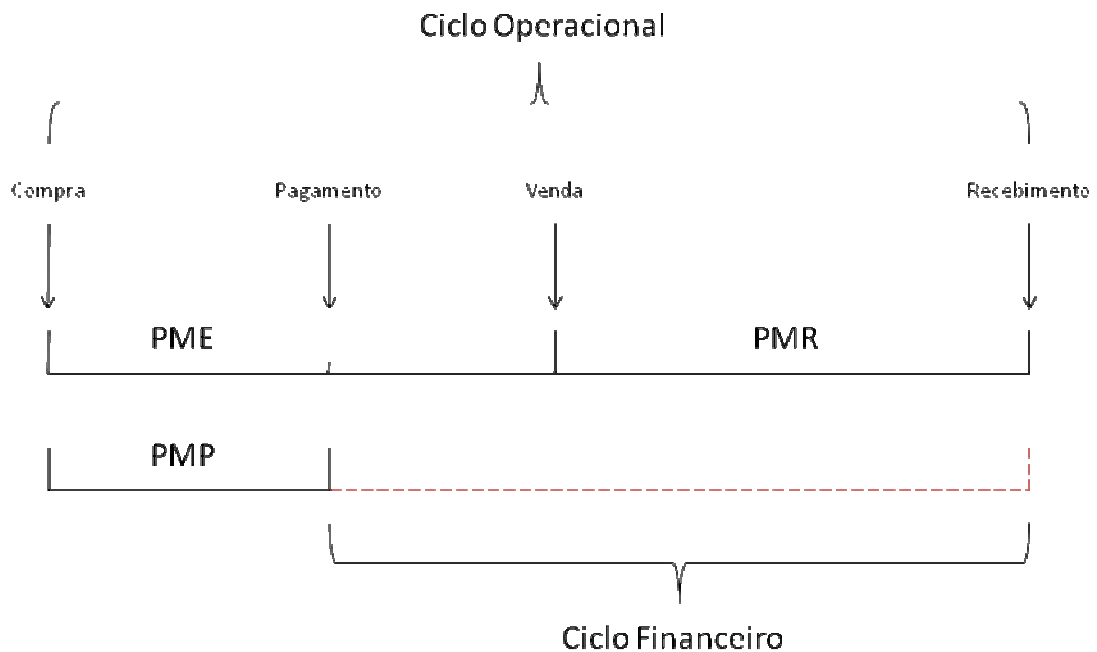


Figura 2 – Ciclo Operacional: fornecedores financiam apenas parte da estocagem
 Fonte: Adaptado de Matarazzo (2008, p. 319)

3.2 O DINAMISMO DA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA

Michel Fleuriot (2003) criticou os parâmetros de análise de balanço, principalmente quanto às limitações dos índices de liquidez. A interpretação da situação financeira de uma empresa, quando baseada somente no Balanço Patrimonial e fazendo uso dos indicadores clássicos de análise financeira, tende a ser uma visão estática, como uma fotografia das finanças da organização, incompatível com o dinamismo do cotidiano empresarial.

Em parceria com a Fundação Dom Cabral, Fleuriot (*op. cit*) veio atender as dificuldades existentes no Brasil relacionado-as a situações financeiras empresariais. Fleuriot desenvolveu pesquisas no sentido de identificar um modelo de análise para as estruturas financeiras brasileiras. Para tanto, era necessário criar um método que se adaptasse a um cenário enfrentado pelas empresas do Brasil, ou seja, sob constante mutação e imprevisibilidade.

Fleuriet (2003) isolou e combinou três variáveis, permitindo interpretar as decisões dos gestores, identificar suas conseqüências e nortear os rumos para o futuro a partir da reclassificação das contas do Balanço Patrimonial. São estas: CDG, NCG e ST, a ver a seguir.

3.2.1 CDG

Segundo Fleuriet (2003, p. 11) o Capital de Giro, ou CDG, é a diferença entre os Passivos não circulantes (PNC) e os Ativos não circulantes (ANC).

$$\text{CDG} = \text{Passivos Não Circulantes (PNC)} - \text{Ativos Não Circulantes (ANC)}$$

Como Passivo não circulante estão inclusas as contas do Passivo Exigível em Longo Prazo e o Patrimônio Líquido. O Ativo não circulante considera os Ativos Realizáveis em Longo Prazo e o Permanente. O CDG possui o mesmo valor absoluto que o Capital Circulante Líquido (CCL), embora este último seja calculado diferentemente, conforme cita Matarazzo (2008, p. 274):

$$\text{CCL} = \text{Ativo Circulante (AC)} - \text{Passivo Circulante (PC)}$$

Quando o CDG é positivo, significa que as origens de recursos de longo prazo e o capital próprio superam o valor investido em longo prazo, destinando esta sobra para o CCL. Ao contrário, se o CDG é negativo, as aplicações de longo prazo utilizam recursos de curto prazo.

3.2.2 NCG

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) é a diferença entre Ativos e Passivos operacionais. É positiva quando o ciclo operacional for maior que o prazo médio de pagamento e negativa quando o contrário ocorrer.

Segundo Flueriet (2003, p.7) quando as saídas de caixa ocorrem antes das entradas, gerando investimentos, a operação da Companhia cria uma necessidade de permanente de fundos. No balanço, isto é facilmente identificado através da diferença positiva entre o valor das contas cíclicas do Ativo, ou Ativo circulante operacional, e o valor das contas cíclicas do Passivo, também denominado Passivo circulante operacional. A fórmula descrita é:

$$\text{NCG} = \text{Ativo Cíclico} - \text{Passivo Cíclico}$$

A NCG tende a ser positiva e diretamente crescente em relação à evolução das vendas. Normalmente, se o volume de negócios cresce, a demanda de investimento em giro também aumenta, acompanhando o volume. Neste sentido, o Capital Próprio Líquido, formado pelo Patrimônio Líquido, precisa acompanhar esta evolução ao realizar a cobertura de financiamento dessa operação. Quando isto não ocorre, a empresa tende a utilizar capital de terceiro.

3.2.3 Saldo de Tesouraria

O Saldo de Tesouraria (ST) é a diferença entre os Ativos financeiros de curto prazo, ou erráticos, e Passivos financeiros de curto prazo, e será positiva quando as contas que compõem o Ativo financeiro, como disponibilidades (caixa), títulos e aplicações financeiras, forem maiores que as contas do Passivo financeiro, como os empréstimos e financiamentos, duplicatas descontadas e outras obrigações de curto prazo. As decisões operacionais e as políticas de autofinanciamento são determinantes do Saldo de Tesouraria, calculado da seguinte forma:

ST = Ativo Errático – Passivo Errático

Embora haja crescimento das vendas e até aumento do *market share* por parte da companhia, o aumento da dependência do capital financeiro de curto prazo leva a um Saldo de Tesouraria negativo. Este fenômeno, conhecido como “Efeito Tesoura” ou *overtrading*, tratado por Fleuriet, corrobora a interdependência das variáveis por ele isoladas, citadas neste trabalho.

De acordo com Fleuriet (2003, p. 26), a empresa deve assegurar-se de que o aumento do CDG seja compatível com o aumento da NCG, de tal forma que o ST não se torne demasiadamente negativo, o que poderia causar desequilíbrio financeiro da empresa e provocar o “Efeito Tesoura”, situação em que a NCG cresce positivamente, o CDG não acompanha sua evolução e o ST torna-se cada vez mais negativo.

3.2.4 Autofinanciamento

Segundo Fleuriet (2003, p. 18) o autofinanciamento pode ser considerado como o motor da empresa. Destinada a produzir e a trocar bens e serviços, a empresa só pode desempenhar convenientemente seu papel sob uma dupla condição:

- A obtenção de um resultado econômico suficiente para garantir as adaptações e o crescimento necessários em um contexto concorrencial e em constante evolução;
- A busca de um equilíbrio financeiro permanente.

Todas as operações realizadas por uma empresa podem ser reagrupadas em quatro categorias, sendo que cada uma corresponde a uma função econômica:

1. Operações de produção e venda, que são ligadas diretamente à atividade cíclica da firma e que determinam seu resultado econômico;
2. Operações de repartição, relacionadas a distribuição e o recebimento de rendas independentes do ciclo de produção e venda (IR, dividendos, despesas e receitas financeiras, etc.).
3. Operações de investimento e de desinvestimento, ou seja, aquisições, criações e cessões de elementos do Ativo imobilizado;
4. Operações financeiras, que têm por objeto a reunião de meios de financiamento necessários à vida e ao desenvolvimento da empresa.

O resultado destas duas primeiras categorias de operações constitui o autofinanciamento da empresa.

Se o CDG aumenta pouco, ou mesmo diminui (porque, por exemplo, os investimentos são excessivos em relação ao Autofinanciamento), e se a NCG aumenta muito (por causa da inflação ou de um forte crescimento de vendas), o ST se deteriorará gravemente, pois a empresa deverá procurar créditos bancários em curto prazo.

3.3 A DEMONSTRAÇÃO DE FLUXO DE CAIXA

Mesmo que a empresa seja lucrativa e apresente, através do Demonstrativo de Resultado, um grande lucro líquido ao final de um exercício, a quantia de caixa demonstrada no saldo final do seu Balanço Patrimonial pode ser igual ou ainda menor que o saldo inicial. Segundo Brigham (2006, p. 41) a razão pelo qual isto ocorre é porque o lucro líquido pode ser usado de diversas formas, e não somente aplicado como caixa em um banco. A empresa pode usar o lucro líquido para pagar dividendos, recomprar ações, aumentar o estoque, permitir um maior prazo de financiamento aos clientes, adquirir Ativos imobilizados, etc.

O Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC), portanto, resume as mudanças na posição do caixa da empresa, sendo dividida em três categorias, de acordo com Brigham (2006):

- **Atividades Operacionais:** que incluem o lucro líquido, a depreciação e outros ajustes não-caixa e as mudanças no Ativo e Passivo circulante;
- **Atividades de Investimento:** envolvem investimentos ou venda de Ativos permanentes;
- **Atividades de Financiamento:** que incluem venda de investimentos de curto prazo e emissão de dívidas de curto e longo prazo, além da emissão de ações. Dividendos pagos e recompra de ações ou títulos com o uso do caixa, também são lançados como atividades de financiamento.

Em 1988, os Estados Unidos reconheceu a relevância do Demonstrativo de Fluxo de Caixa ao substituir, naquele ano, a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) pelo DFC. Os critérios de elaboração e divulgação foram normatizados pelo Financial Accounting Statement Board (FASB), através do Statement Financial Accounting Standard (SFAS) 95.

A partir de 2008, as Companhias brasileiras foram obrigadas a demonstrar o seu Fluxo de Caixa, ao invés do Demonstrativo de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), de acordo com a Lei nº 11.638/07¹. O DFC passou a ser relatório obrigatório para as Sociedades Anônimas, sendo acatado o modelo americano, como sucintamente determinou a Normas e Procedimentos de Contabilidade 20 (NPC-20), do IBRACON.

¹ BRASIL. Congresso. Câmara dos Deputados. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Coleção de Leis da República Federativa do Brasil. Brasília, DF, dezembro de 2007. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm. Acesso em: 21/06/2009.

3.3.1 Fluxo de Caixa Livre Como Indicador de Valor

De acordo com Brigham (2006, p. 46): “o administrador financeiro não está completamente livre para usar o Fluxo de Caixa para tomada de decisões”. A menos que os Ativos Permanentes depreciados sejam repostos, os fluxos de caixa não podem ser mantidos ao longo do tempo, desta forma, é proposto o uso do Fluxo de Caixa Livre (FCL).

Uma empresa é composta de todos os seus possuidores de direitos que inclui, além dos investidores em patrimônio líquido, os detentores de obrigações (credores). Os Fluxos de Caixa Livres são, portanto, os fluxos de caixa acumulados de todos esses detentores de direitos.

Segundo Damodaran (2004, p. 611), o Fluxo de Caixa Livre para a Firma são os fluxos de caixa que sobram após o pagamento de despesas operacionais e impostos, mas antes que sejam realizados quaisquer pagamentos a detentores de direitos.

Para Brigham (2006, p. 47), o Fluxo de Caixa Livre são os fluxos de caixa efetivamente disponíveis para distribuição aos investidores, após a empresa ter feito todos os investimentos, em Ativos fixos e capital de giro, necessários para manter em funcionamento as suas operações.

A sua forma de cálculo é dada por:

$$\begin{aligned}
 & \text{EBIT}(1 - \text{Alíquota de Imposto}) : \text{Earnings before interests and taxes} \\
 & + \text{Depreciação} \\
 & - \text{Desembolso de Capital} \\
 & - \text{Necessidade de Capital de Giro} \\
 \hline
 & = \text{Fluxo de Caixa Livre da Firma}
 \end{aligned}$$

O EBIT, sigla em inglês para *earnings before interest and taxes*, é o lucro antes dos juros e impostos e não pode ser confundido com o lucro operacional contábil, visto que este, contabilmente, inclui em seu cálculo resultado líquido financeiro e outras receitas e despesas, consideradas não operacionais, de acordo com Assaf Neto (2002). Desta forma, o EBIT não é uma medida contábil.

O EBIT, uma vez descontado da alíquota de imposto de renda e contribuição social sobre lucro líquido, somado à depreciação, o qual se revela uma despesa não-caixa, e subtraído das despesas de capital, que compreendem investimentos em Ativo permanente, e da variação no capital de giro, compreende o Fluxo de Caixa Livre da Firma. Essas subtrações são os reinvestimentos necessários feitos pela empresa para gerar crescimento futuro ou no presente.

Cabe ressaltar que as despesas de capital devem considerar os gastos com Pesquisa e Desenvolvimento. De igual forma, deve considerar também a amortização do Ativo pesquisado que é criado quando P&D é capitalizada. Por fim, deve incluir aquisições também.

Damodaran (2004, P. 646) resume as despesas de capital da seguinte forma:

As despesas de capital líquido são a diferença entre as despesas de capital e a depreciação e, como um fluxo de saída de caixa, eles reduzem os fluxos de caixa livres da empresa. Parte da despesa de capital líquido é projetada para gerar crescimento futuro, mas parte também se destina a manter os Ativos atuais. Se uma empresa pode reduzir suas despesas de capital líquido sobre os Ativos existentes, ela vai aumentar o valor.

O valor das operações de uma companhia é determinado pela série de fluxos de caixa que as operações gerarão agora e no futuro. O valor das operações de uma companhia depende de todos os fluxos de caixa livres esperados no futuro. Brigham (2006, p. 47) resume:

O Fluxo de Caixa Livre representa o caixa que está efetivamente disponível para distribuição aos investidores do negócio. Portanto, a forma pelo qual os administradores podem fazer que suas empresas sejam mais valiosas é aumentar seus fluxos de caixa livres.

O Fluxo de Caixa Livre leva em consideração todos os investimentos necessários em Ativos fixos e no capital de giro, ou seja, Ativos operacionais indispensáveis para o funcionamento e crescimento do negócio. O uso incorreto do FCL tende a destruir valor, pelo fato de os administradores não estarem trabalhando para o máximo retorno aos acionistas. Para tanto, são elencados cinco usos para o FCL:

1. Pagar juros aos credores;
2. Pagar os credores, propriamente dito, isto é, pagar parte da dívida;
3. Pagar dividendos aos acionistas;
4. Recomprar ações dos acionistas;
5. Comprar valores mobiliários negociáveis ou outros Ativos não operacionais.

Para Damodaran (1999, p. 296) o Fluxo de Caixa Livre pode ser abordado de duas formas, como Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCLF) e o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA). As diferenças entre FCLF e FCLA advêm primariamente dos fluxos de caixa associados com dívida (pagamento de juros, pagamento do principal e novos endividamentos) e outros direitos não relacionados ao patrimônio, como dividendos preferenciais.

Desta forma, o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista se calcula da seguinte forma:

$$\begin{array}{l}
 \text{EBIT}(1 - \text{Alíquota de Imposto}) : \text{Earnings before interests and taxes} \\
 + \text{Depreciação} \\
 - \text{Desembolso de Capital} \\
 - \text{Necessidade de Capital de Giro} \\
 \hline
 = \text{Fluxo de Caixa Livre da Firma} \\
 - \text{Pagamento de Juros} \\
 + \text{Emissão de Novas Dívidas} \\
 - \text{Pagamento do Principal} \\
 - \text{Partes Estatutárias e Beneficiárias} \\
 \hline
 = \text{Fluxo de Caixa Livre do Acionista}
 \end{array}$$

3.4 A CRIAÇÃO DE VALOR ATRAVÉS DA ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO

No capítulo anterior, fica expresso que uma empresa cria valor – ou riqueza - quando gera fluxos de caixa livre positivos. Desta forma, há como criar valor, ou

seja, gerar recursos, através da Administração do Capital de Giro, a partir do posicionamento da empresa frente a suas políticas de financiamento a clientes, financiamento operacional junto a fornecedores e estocagem.

As empresas varejistas costumam investir grandes somas em CDG, visto que se encaixam como estratégias das empresas deste setor o crédito dado aos consumidores e recebido de fornecedores, além da busca do estoque ótimo. Segundo Damodaran (2004, p. 647), empresas varejistas e de serviços costumam apresentar fluxos de caixa mais drenados pelo consumo do CDG do que por despesas de capital tradicionais.

Conforme cita Damodaran (2004, p. 647), o caminho para a criação de valor a partir da Administração do Capital de Giro parece simples, embora não seja. Reduzir o CDG como percentual da receita aumenta os fluxos de caixa e, portanto, o valor. Todavia, é possível que consequências negativas para o crescimento do negócio e para o lucro operacional apareçam. As empresas geralmente mantêm o estoque e fornecem crédito porque, justamente, lhes permite ampliar o volume de vendas. Se optar por reduzir qualquer uma das contas, ou ainda ambas, fará com que a empresa perca vendas e, neste caso, o efeito líquido sobre o valor pode ser negativo.

Brigham (2006, p. 839), para tal, cita:

Se uma empresa puder reduzir seus estoques, suas disponibilidades de caixa ou seus recebíveis, então seu investimento líquido em capital operacional diminuirá. Se essas atuações não prejudicarem o lucro operacional, o Fluxo de Caixa Livre aumentará, o que conduzirá a um preço mais alto da ação.

Em particular, se as receitas brutas crescem ao longo do tempo, é provável que o capital de giro, bem como sua necessidade cresça também. Os aumentos no CDG são investimentos de recursos que imobilizam o dinheiro e geram fluxos de saída de caixa, reduzindo os fluxos de caixa livre. À medida que as receitas vão se tornando estáveis, numa situação de amadurecimento do mercado, a tendência é que a NCG estabilize-se também.

Segundo Brigham (2006, p. 837) existem, basicamente, três políticas de investimentos em Ativos Circulantes, são eles:

- **Política de afrouxo de investimento em Ativos Circulantes:** consiste no investimento volumoso em caixa, títulos e estoques e as vendas são estimuladas adotando-se uma política agressiva de crédito aos clientes que provoque um nível alto de recebíveis;
- **Política restritiva de investimento em Ativos Circulantes:** os investimentos em todas as contas do Ativo circulante são minimizados, fazendo com que cada Ativo gire mais vezes;
- **Política moderada de investimento em Ativos Circulantes:** é o meio termos das duas políticas anteriores.

Investimentos em estoque exigem recursos, já duplicatas a receber representam recursos que ainda não foram recebidos sobre vendas já realizadas, mas que a companhia deve financiar pelo período que compõe o prazo de recebimento.

A escolha da política de investimentos nos Ativos circulantes e, por conseguinte, no CDG varia a partir dos cenários e variáveis existentes e das características do setor e da firma, visto que uma empresa pode, por exemplo, assumir uma posição de manter o nível de estoque baixo porque seus concorrentes simplesmente o fazem. O valor independe da escolha assumida, desde que seja bem gerenciada, portanto, é importante que seja visto o impacto de cada conta do CDG na geração de recursos da companhia.

3.4.1 Valor x Duplicatas a Receber (Clientes)

As empresas oferecem crédito para seus clientes por vários ensejos, mas a finalidade é gerar vendas, principalmente as vendas que não teriam acontecido se fossem à vista.

De acordo com Damodaran (2004, p. 343), alterações na política de crédito ao cliente impactam positiva ou negativamente o Fluxo de Caixa Livre. Ainda que

seja visto que políticas de crédito geralmente terão um efeito positivo sobre as receitas brutas e talvez sobre o crescimento esperado, as mesmas irão criar um dreno sobre os fluxos de caixa, devido a NCG mais graúda e dívidas ruins maiores e com maior probabilidade de ocorrerem. O efeito líquido desta decisão pode ser reparado através do consumo de recursos e, conseqüentemente, destruição de valor.

Por outro lado, políticas mais restritivas de crédito levam a um consumo menor de recursos a serem investidos, se o impacto de redução das vendas brutas não for alto suficiente para afetar o lucro operacional, a empresa, então, criará valor.

Há a possibilidade de fazer uso de políticas de facilidade de crédito ao cliente sem destruir valor – ou, pelo menos, uma perda menor -, porém ela deverá vir combinada de um bom financiamento operacional por parte dos fornecedores que, ao bancarem parte da NCG, compensarão parcialmente o consumo de recursos advindo da política de crédito.

Cabe também ressaltar os custos envolvidos para a empresa ao financiar o seu cliente. São basicamente dois custos: o primeiro é o de expor a empresa a uma situação de inadimplência por parte do cliente, resultando em perdas; o segundo são os juros que a empresa deixa de receber entre o momento da venda e o momento do pagamento pelo cliente. Esse custo pode ser parcial ou totalmente compensado ao cobrar dos clientes juros por compras à prazo. (DAMODARAN, 2004, p. 345)

Há empresas que minimizam ou até anulam o risco de inadimplência quando contratam financeiras e administradores de cartões de crédito para gerenciar as vendas financiadas. Entretanto, esta decisão é onerosa, visto que haverá o pagamento pela contratação do serviço.

3.4.2 Valor x Estoques

Inicialmente, pode-se concluir que a redução de estoque favorece a criação de fluxos de entrada de capital, entretanto uma empresa que reduz seu estoque até o ponto em que se torne incapaz de atender à demanda dos clientes perderá vendas e, possivelmente, perderá valor também.

Como tarefa do administrador financeiro, a maximização do valor da empresa passará, obrigatoriamente, pela busca do nível ótimo de estoque. Portanto, se a política atual de estoque da empresa maximiza valor, tanto o investimento neste Ativo quanto o seu nível de quantidades estarão no ponto ótimo.

Assim como os recebíveis, existem dois custos associados à manutenção de produtos em estoque. O primeiro é o custo dos juros que se deixa de ganhar sobre o dinheiro investido em estoque, visto que este não rende um retorno. Esse custo irá aumentar com o valor do estoque em relação às vendas (quanto maior o valor, maior é o custo associado à manutenção do estoque), e ao nível das taxas de juros, à medida que as taxas de juros aumentam, o custo de manter um estoque se eleva.

O segundo custo é o custo de armazenagem e de rastreamento associado à manutenção do estoque. A soma do custo de armazenagem e do custo de juros que se deixou de ganhar é chamado de custo de manutenção.

Segundo Damodaran (2004, p. 339) o verdadeiro custo de estocagem é que ele imobiliza fundos que poderiam ser investidos em outras atividades ou aplicações mais rentáveis.

3.4.3 Valor x Duplicatas a Pagar (Fornecedores)

De acordo com Damodaran (2004, p. 345): “o crédito comercial reduz o investimento em capital de giro e proporciona um amortecedor contra os efeitos de fluxo de caixa de crescimento”. Ao usar o crédito comercial, uma empresa pode reduzir o efeito da expansão sobre os investimentos em capital de giro, uma vez que, ela diluirá, no primeiro momento, o dispêndio de capital necessário para a aquisição do estoque faltante para o aumento das vendas. Será lançado como um pagamento a ser feito em um determinado prazo e a empresa terá, então, este período para realizar as vendas e capitalizar-se.

O uso do financiamento dos fornecedores não altera o Ciclo Operacional, mas reduz o Ciclo de Caixa e, conseqüentemente, a NCG. Manter esta conta positiva, a princípio, cria valor.

Contudo, há custos que podem prejudicar a geração de riqueza da Companhia. O primeiro dos custos são os juros a serem pagos aos fornecedores - ou às financeiras contratadas por eles - pelo alongamento do financiamento, suscitando despesas financeiras. Ainda que não impacte na geração de recursos para a firma, acaba por reduzir o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista.

O outro custo é o desconto que a empresa deixa de ganhar por não estar negociando à vista com seu fornecedor.

E um terceiro custo está relacionado ao aumento do risco de inadimplência, por parte da empresa, que pode surgir à medida que tenta reduzir sua NCG crescente utilizando o crédito comercial.

4 ORGANIZAÇÃO E AMBIENTE

4.1 A COMPANHIA: B2W – COMPANHIA GLOBAL DE VAREJO

A B2W – Companhia Global de Varejo ou, simplesmente, B2W é o resultado da fusão das empresas Americanas.com e Submarino, realizada em novembro de 2006. A integração do Shoptime à estrutura da Companhia decorreu da aquisição da TV Sky Shop, em março de 2007. Trata-se, portanto, de uma nova Companhia com atuação específica no varejo eletrônico, através de internet e televisão, com sede no Rio de Janeiro, RJ.

A Companhia detém uma base de aproximadamente 4,3 milhões de clientes Ativos e trabalha com extenso portfólio de produtos, com mais de 700.000 itens distribuídos em mais de 30 categorias.

Embora tenha sido formada no final de 2006, as marcas que compõem essa companhia são consideradas pioneiras no mercado de comércio *online*, tendo o Submarino.com e a Americanas.com sido criados em 1999 e 2001, respectivamente. O canal Shoptime é o pioneiro no uso da TV além das demonstrações de produtos, permitindo a venda e interação do cliente através do contato por telefone. Além das marcas citadas, que compõem os demonstrativos financeiros da controladora, outras marcas estão sob controle da B2W, como pode ser visto na figura a seguir. Estas marcas são subsidiárias da Companhia e estão nos demonstrativos financeiros e contábeis consolidados, não sendo, portanto, objetos de estudo neste trabalho.

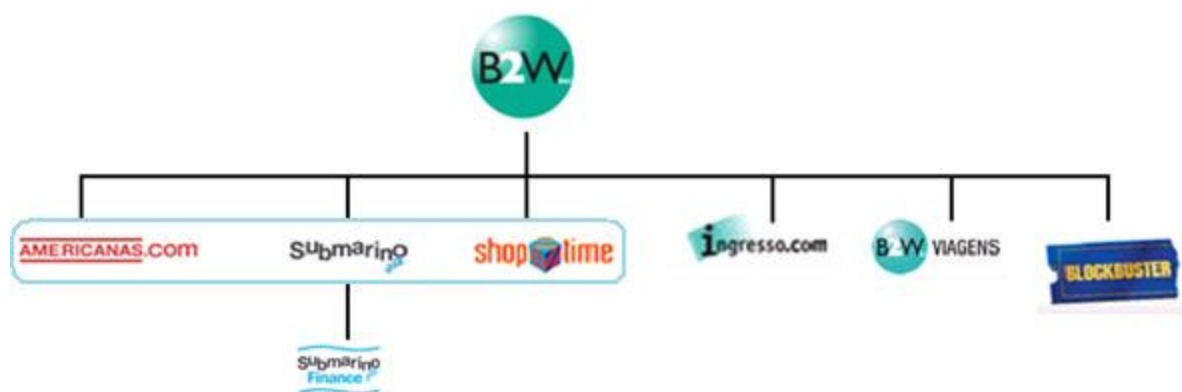


Figura 3 - Portfólio de Marcas da B2W, com destaque para as empresas que compõem a controladora

Fonte: B2W

O site Submarino possui inúmeros produtos distribuídos ao redor de 25 categorias diferentes, tais como livros, informática, eletrônicos, CDs e DVDs. O perfil dos seus clientes é basicamente: homem solteiro, jovem, classe alta, que busca inovação tecnológica, fazendo uso de artigos como MP3 Player, laptop e aparelho celular.

A Americanas.com oferece mais de 30 categorias de produtos nos canais de venda internet, televidas e quiosques. Ao contrario do Submarino, o perfil dos clientes da Americanas.com é mais conservador, sendo atribuídos a homens mais velhos, casais e famílias. A este público, os produtos que mais se destacam são: televisão, eletrodomésticos, computadores de mesa e laptops.

O Shoptime, por sua vez, atua com destaque através de canal de TV que atinge ao redor de 14,2 milhões de lares, através do serviço de TV a cabo ou do uso de antena parabólica. Tem como foco o público feminino e a venda de produtos que precisa de demonstração, por isto, o uso do recurso de vídeo e som, como eletroportátil, utensílios domésticos e equipamentos de ginástica.

A B2W tem investido, também, em serviços *online* adicionais, como na área de turismo e viagens, entretenimento, financeiro e consultoria B2B para parceiros estratégicos. Além das marcas das empresas que compõem a controladora, a B2W apresenta outras marcas, focadas nestes serviços, como a Submarino Finance, B2W Viagens, Ingresso.com e Blockbuster Online.

A Ingresso.com, negócio que oferece, via web, entradas para shows, teatros e outros eventos, é a maior vendedora de ingressos *online*, mantendo um perfil pioneiro com a nova tecnologia de ingresso digital.

O negócio B2W Viagens é a subsidiária da Companhia para o ramo de turismo e viagens; através de suas marcas Americanas Viagens, Submarino Viagens e Shoptime Viagens são oferecidos os serviços de reservas de hotéis, pacotes turísticos e passagens aéreas tanto no Brasil, como no exterior.

E, no mercado financeiro, a Submarino Finance, através da parceria com a Cetelem, proporciona o cartão de crédito Submarino que financia compras em até 24 parcelas no site Submarino.com. A marca Blockbuster Online teve sua licença de uso adquirida em 2007, para operações no ambiente web com exploração dos serviços agregados à marca no Brasil, como locação de DVDs *online* e *downloads*

de filmes.

4.1.1 O Histórico

Em 23 de novembro de 2006, Submarino e Lojas Americanas assinaram o Acordo de Fusão, por meio do qual foram estabelecidos os termos e condições que regeram a operação de fusão de Americanas.com, subsidiária integral de Lojas Americanas até então, e a própria Submarino, criando a B2W. Ambas as empresas surgiram em 1999, sendo consideradas umas das pioneiras do setor, ao lado de Magazineluiza.com. A fusão foi aprovada pelas Lojas Americanas, acionista única de Americanas.com, e pelos acionistas do Submarino nas suas respectivas Assembléias Gerais Extraordinárias (AGE) realizadas em 13 de dezembro de 2006.

Após a fusão, a Lojas Americanas passou a ser a titular de ações representativas de 54% do capital social total e votante da B2W e aos antigos acionistas do Submarino coube uma participação de 46% do capital social total e votante da B2W.

O Submarino trazia consigo para a união, sob seus cuidados, o Submarino Finance e o Submarino Viagens, criados em março e maio de 2006, respectivamente; enquanto as Lojas Americanas, que havia adquirido o Shoptime e a Ingresso.com, entregava essas duas últimas e a Americanas.com para o negócio com o Submarino.

Em 31 de março de 2007 foi aprovada pelos acionistas da B2W e TV Sky Shop, subsidiária integral da B2W e responsável pelo Shoptime, a incorporação do acervo líquido da B2W pela TV Sky Shop. A Incorporação teve como objetivo racionalizar as atividades de ambas as sociedades e buscar eficiência na gestão de seu patrimônio no âmbito do processo organizacional do grupo. A simplificação da estrutura societária trouxe vantagens para os acionistas, além de benefícios de ordem administrativa, financeira e econômica às próprias companhias, com um melhor aproveitamento de recursos e uma perspectiva de expansão de seus negócios sociais.

Após a Incorporação, a TV Sky Shop passou a ser denominada B2W – Companhia Global do Varejo e teve seu objeto social alterado para o constante do estatuto social da B2W decorrente da fusão da Americanas.com e Submarino. Os administradores da nova B2W, então, solicitaram o registro de companhia aberta junto à CVM, concedido em 26 de julho de 2007, bem como aderiram às regras do Novo Mercado da Bovespa. Em 7 de novembro de 2007 o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) aprovou a fusão, sem qualquer restrição.

Em 2007, a Emissora firmou, na qualidade de cessionária, Termo de Cessão de Direitos, por meio do qual a BWU, sociedade controlada pelas Lojas Americanas, lhe cedeu o direito de uso e exploração de direitos da marca “Blockbuster *online*”, incluindo, entre outros, o uso da marca para a finalidade de venda, locação, publicidade e promoção, por meio de comércio eletrônico, de determinados produtos autorizados pela Blockbuster até janeiro de 2027. O negócio foi oferecido à B2W, conforme determinado no Acordo de Fusão.

4.1.2 A Visão

A visão de negócios da B2W é ser a melhor e maior empresa de comércio eletrônico do mundo. Esta visão está subdividida em quatro outras visões, bem focadas nos seus *stakeholders*, são elas:

- Ser considerada pelos clientes como a melhor opção de compra;
- Ser considerada pelos acionistas como o melhor retorno de investimento;
- Ser uma excelente opção de desenvolvimento profissional;
- Ser um excelente canal de distribuição para seus fornecedores

4.1.3 Governança Corporativa

A B2W está inserida no Novo Mercado da Bovespa, mantendo o padrão para o mais alto nível de Governança Corporativa, com ações negociadas sob o código

“BTOW3”. O Novo Mercado exige que a empresa emita somente ações ordinárias e eleja membros independentes para o Conselho de Administração, além de *tag along* integral, ou seja, o total do valor pago por ação ao bloco controlador é garantindo aos acionistas minoritários. Como política de dividendos, a empresa fixou um percentual de 25% do seu lucro líquido para ser distribuído entre seus acionistas.

Todos os acionistas de B2W têm direito de voto nas Assembléias Gerais, como parte das exigências do Novo Mercado. Adicionalmente, as ações da B2W integram o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC da Bovespa.

4.1.4 Composição Societária

As Lojas Americanas detém o controle acionário da B2W, próximo de 55% do total das ações emitidas. A figura abaixo resume a estrutura societária da Companhia no final de 2008:

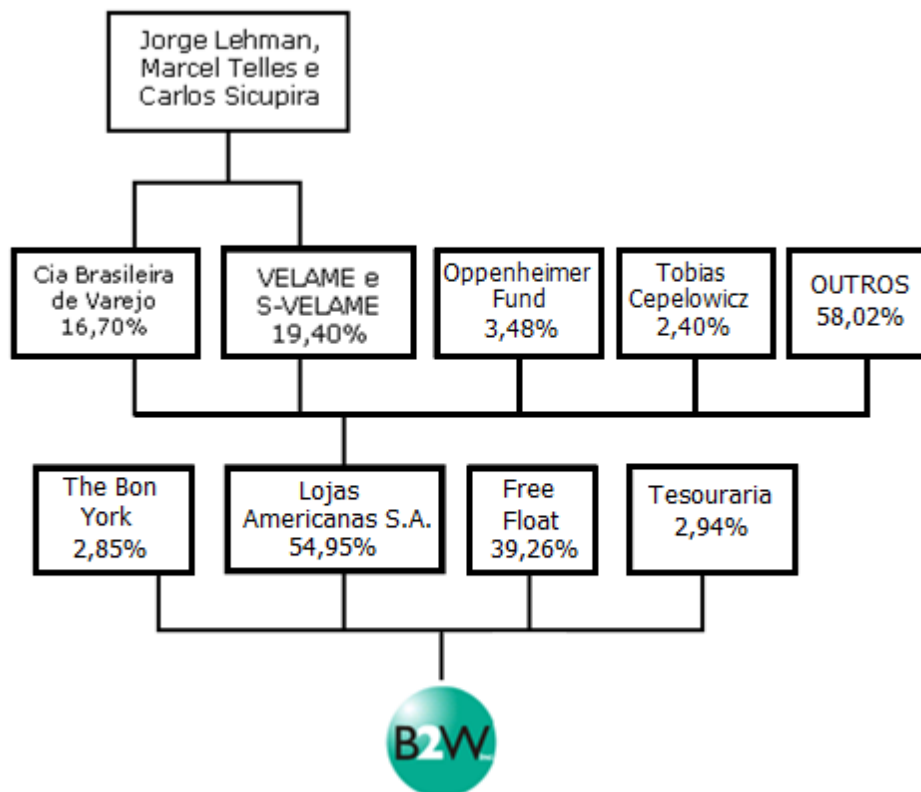


Figura 4 - Organograma Societário da B2W no final de 2008

Fonte: B2W

4.1.5 Fornecedores e Parceiros

A B2W possui, aproximadamente, três mil fornecedores cadastrados para provimento de produtos. Todos os fornecedores devem cumprir condições preestabelecidas pela Companhia para realizarem o cadastramento, principalmente no que tange à qualidade dos produtos, a credibilidade do fornecedor e o sistema de entrega.

São ofertados mais de 700 mil artigos sem que a B2W realize uma concentração em qualquer fornecedor específico, de modo que, em face de qualquer problema, a substituição por outro fornecedor pode ocorrer rapidamente. Segundo informações da Companhia, os 10 maiores fornecedores respondem por, aproximadamente, 10% das compras, sendo que nenhum deles, individualmente, representa mais do que 5% das compras, não havendo dependência em relação a qualquer um desses fornecedores. A grande maioria dos fornecedores que operam com a B2W é nacional.

Entre as parcerias firmadas está o acordo assinado com a Cetelem para constituição da empresa Submarino Finance, realizado ainda antes da fusão. A Cetelem detém 50% do capital do Submarino Finance e é a responsável pela emissão e manutenção dos cartões de crédito Submarino, bem como a administração dos mesmos, inclusive assumindo o risco de inadimplência de clientes.

Em julho de 2007 a Companhia celebrou um Contrato de Prestação de Serviços com a Atento do Brasil Ltda., com vencimento em 22 de julho de 2010, renovável automaticamente por períodos de 12 meses. Ficou convencionada à Atento a prestação de serviços de telemarketing Ativo e receptivo à B2W e as suas empresas controladas, por intermédio de uma Central de Atendimento ao Consumidor.

Ainda anteriormente, em dezembro de 2004, foi celebrado um Contrato de Prestação de Serviços entre a Globosat Programadora Ltda. e a subsidiária integral das Lojas Americanas, na época, a TV Sky Shop, com vencimento em 30 de junho de 2011. Esse contrato prevê a contratação da Globosat pelas Lojas Americanas

para a prestação de determinados serviços técnicos relacionados à transmissão e disponibilização de recursos para exibição do canal de televidas da Shoptime.

A B2W possui, também, Acordo de Cooperação Comercial e Outras Avenças com a Lojas Americanas, visando à coordenação de esforços em várias áreas de atividade, como a venda de mercadorias adquiridas das Lojas Americanas pela B2W; a instalação de quiosques da B2W nas instalações comerciais da Lojas Americanas; a utilização de pessoal de forma que haja benefício mútuo; o uso de marca; e a utilização de publicidade em conjunto. O Contrato firmado com a Globosat, na época com as Lojas Americanas, referente ao Shoptime, segue em vigência para a B2W a partir deste Acordo de Cooperação. Esse acordo ainda prevê que as mercadorias adquiridas para revenda e provenientes das Lojas Americanas sejam adquiridas pelo preço de custo, pago pelas próprias Lojas Americanas ao fornecedor, e entregue em seus centros de distribuição, acrescido dos tributos e outros encargos diretamente incidentes sobre a compra e venda, e de um percentual de 2% sobre o preço de custo do produto. Assim que B2W atinja o volume acumulado de compras das Lojas Americanas de R\$10 milhões, ocorrerá um acréscimo para 3% sobre o preço de custo do produto, permanecendo inalteradas as demais condições.

Foram firmados também contratos com as principais operadoras de cartões de crédito do país, todos com prazo indeterminado, e, até o final de 2008, não houve nenhuma rescisão desses contratos informados pela B2W através de Comunicado a Mercado ou Fato Relevante.

4.1.6 Clientes

A B2W conta com uma base superior a nove milhões de clientes cadastrados, que já realizaram mais de 200 milhões de acessos em nossos sites, resultando em mais de sete milhões de pedidos realizados.

Cada uma das marcas de B2W possui seu público-alvo específico, como foi citado na descrição da Companhia no início deste capítulo.

4.1.7 Concorrentes

Os principais concorrentes diretos atuais da B2W no comércio eletrônico de varejo são: FastShop.com, CompraFácil.com, MagazineLuiza.com, Extra.com, Saraiva.com, WalMart.com, CasasBahia.com e PontoFrio.com, que possuem marcas sólidas, relacionamentos de longa data com os principais fornecedores e infra-estrutura de atendimento ao cliente.

A confiança e fidelidade do cliente são ainda maiores no caso das lojas virtuais de grandes redes de varejo tradicional. É o caso das últimas empresas citadas, como Magazine Luiza, Extra, Saraiva, Wal Mart, Casas Bahia e Ponto Frio diante de suas robustas estruturas no varejo. As lojas físicas concorrem indiretamente com a B2W, ainda que a Internet seja vista como um meio de se obter informações e características de produtos por grande partes dos consumidores, e não um local de compra.

Parte do diferencial competitivo da B2W está em realizar o comércio eletrônico de várias categorias de produtos como atividade fim, e não apenas como mais um canal de vendas, tornando-se o caso das grandes redes de varejo que fazem uso da Internet com esta finalidade. Os investimentos direcionados para o ambiente Web têm sido menores por parte das grandes redes de varejo, que consideram a receita advinda da Internet como um pequeno percentual de suas vendas, do que os investimentos realizados por B2W.

Empresas internacionais de comércio eletrônico, vendedoras de livros e serviços, CDs, brinquedos, produtos de escritório e outros produtos, podem ser avaliadas, igualmente, como potenciais concorrentes, tais como Amazon.com, Barnes & Noble, Bertelsmann AG, Borders Group e Expedia.

O desenvolvimento da Web 2.0, em que a interatividade do usuário ganha forma na Internet, também pode ser considerada uma ameaça, principalmente quando analisado o crescimento de sites de leilão virtual, em que os próprios usuários vendem produtos novos ou usados, muitas vezes, mediante ausência de comprovação fiscal. Portais de internet, como por exemplo, Yahoo!, MSN, Terra e UOL, que vêem o comércio eletrônico como parte integrante de suas estratégias de

negócio em longo prazo no mercado *online*, são considerados concorrentes indiretos.

4.1.8 Sazonalidade do Negócio

Tendo por base uma visão geral de mercado, as vendas realizadas nos primeiros três trimestres do exercício social seguem um padrão equivalente. Contudo, historicamente, no quarto trimestre, as vendas aumentam em razão principalmente das compras realizadas no período de Natal. As vendas em dezembro são, via de regra, maiores do que a média de outros meses.

De igual forma, a Companhia aqui em questão (B2W) registra um aumento significativo em seu Passivo de fornecedores e no Ativo de clientes durante o mesmo período, geralmente liquidado no decorrer do trimestre seguinte, explicado pela estratégia de ampliar o financiamento aos consumidores no mês de maior consumo. Na maior parte das vezes, este movimento sazonal no varejo eletrônico não difere muito do movimento encontrado no varejo tradicional.

4.2 O AMBIENTE

4.2.1 O Setor de Comércio Eletrônico Brasileiro

O setor de comércio eletrônico nacional tem se desenvolvido ligeiramente desde o seu início no Brasil, nos finais dos anos 90. De 2004 a 2008, a indústria de varejo eletrônico apresentou crescimento médio de 47,1% ao ano, segundo dados da Webshoppers, trabalho realizado pela empresa de consultoria em comércio eletrônico E-bit, em parceria com a Câmara E-net, para mapeamento do setor. Em 2008, o *e-commerce* brasileiro registrou faturamento bruto de R\$ 8,2 bilhões, 30% superior ao faturamento de 2007.

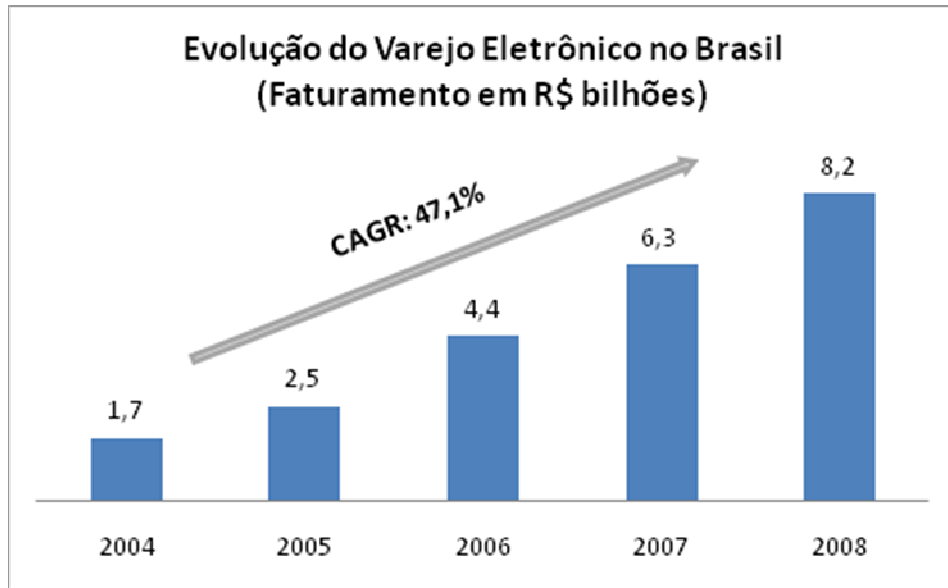


Gráfico 1 - Evolução do faturamento do setor de varejo eletrônico entre 2004 e 2008
 Fonte: Webshoppers Research – E-bit

A Internet deixou de ser uma coadjuvante no dia-a-dia do consumidor para se tornar protagonista, já que torna bem mais ágil uma decisão de compra, o que acaba facilitando a vida do consumidor brasileiro, mesmo que ainda existam barreiras para a realização de compra pela web, algumas delas, a princípio, sem grandes perspectivas de mudança, como a ausência dos sentidos na escolha de compra. Não poder tocar, sentir ou cheirar o produto ainda pesa contra este setor.

A expansão natural do número de usuários devido aos avanços tecnológicos em telefonia e comunicação e barateamento dos custos e taxas de acesso à Internet, bem como recente o aumento do nível de renda e facilidade ao crédito, deflagrado também pelo setor varejista tradicional, se tornaram os principais *drivers* para o crescimento deste mercado. Os incentivos do Governo Federal para inclusão digital, como a redução de impostos a computadores, iniciados pela “MP do Bem” ao virar lei no final de 2005, também deu musculatura à expansão do setor, principalmente no aspecto do número de usuários, já citado anteriormente, que tem crescido.

O *ticket* médio de consumo no ambiente web foi de R\$ 328,00 em 2008, 8,6% acima do valor registrado em 2007, demonstrando o aumento do consumo por mais itens de maior valor agregado. Embora a categoria de produtos mais vendidos ainda

seja livros (ao redor de 17% do total de vendas na Internet), os produtos de saúde e beleza, como cosméticos, perfumes e medicamentos, desbancaram os produtos de informática em 2008. Enquanto aqueles foram responsáveis por 12% das vendas, estes ficaram logo atrás, com 11%. Em 2007, os produtos de informática haviam alcançado a segunda posição com 12% do total de vendas realizadas pela web. Os produtos eletrônicos (9%) e eletrodomésticos (6%) completam a lista das cinco categorias mais vendidas em 4º e 5º colocados, respectivamente.

A demanda nacional por este tipo de serviço alcançou o número de 13,2 milhões de consumidores em 2008, dos quais 51% são do sexo feminino e 19% estão acima da faixa dos 50 anos de idade. Segundo o estudo Webshoppers, os homens consomem mais eletroeletrônicos e produtos de informática, enquanto as mulheres consomem mais livros, seguido de produtos de saúde e beleza.

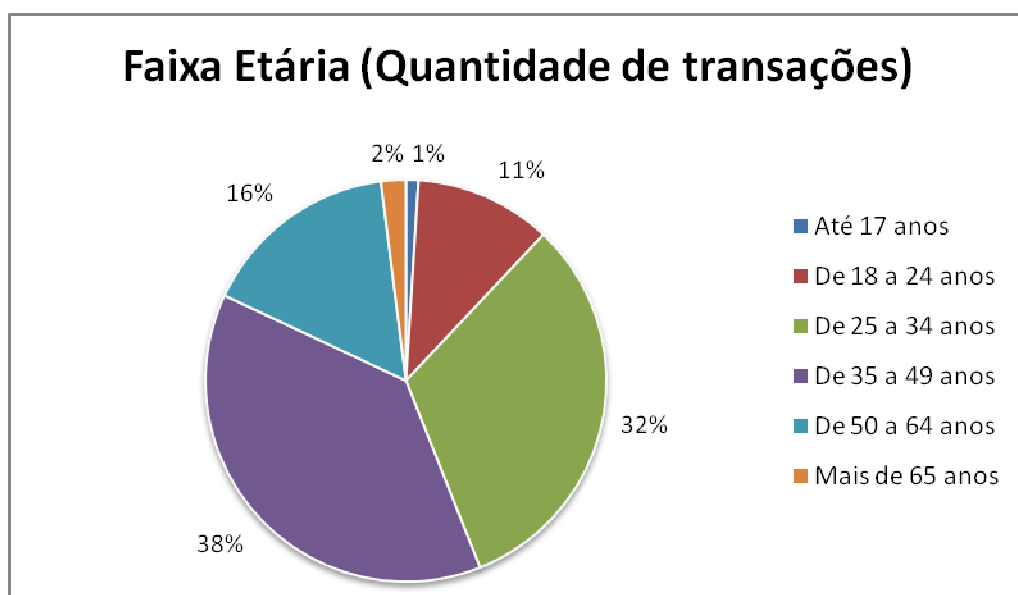


Gráfico 2 - Distribuição das compras *online* por faixa etária em 2008

Fonte: Webshoppers Reearch – E-bit

As datas comemorativas – ou sazonais, como são conhecidas pelos varejistas – também exercem forte influência nas vendas pela Internet. O Natal foi a data mais lucrativa para o e-commerce brasileiro, registrando faturamento de R\$ 1,25 bilhão entre os períodos 15/11 e 23/12/08 e avançando 15% sobre o mesmo período de 2007. Destaque para os produtos de informática. Outra data de relativa importância foi a do Dia dos Namorados, que embora apresentasse faturamento menor que as

outras datas, cresceu nominalmente 43% frente a 2007, a maior taxa entre as datas comemorativas. Destaque para os produtos de saúde e beleza.

Em torno de 87% das vendas realizadas no ambiente web se dão através do pagamento via boleto bancário ou cartão de crédito. Especificamente em dezembro de 2008, 41% das compras foram realizadas à vista, 48% parceladas entre 2 e 10 vezes e 11% acima de 10 vezes.

Atualmente, a tecnologia tem oferecido muito mais do que qualidade de visualização de produtos na tela do computador, ela também tem oferecido mais segurança para as transações *online*. Através de um sistema conhecido como “Pagamento Digital”, a garantia tanto para o lojista, quanto para o cliente, é reforçada. Ambos se protegem de fraudes ou calotes da contra-parte.

Os bancos também têm trabalhado na questão da segurança e garantia das compras *online* de seus clientes, liberando seus cartões ou ampliando crédito específicos para compras pela web. Em dezembro de 2008, para cada quatro compras feitas pela Internet, uma usava cartão do Itaú Unibanco, o banco que detém maior fatia do volume transacional *online* por cartão de crédito.

A previsão é de ultrapassar a barreira dos R\$ 10 bilhões em faturamento de bens de consumo pela web (excluindo-se a venda de passagens aéreas, leilões virtuais e venda de automóveis). Esse valor representará um crescimento nominal entre 20% e 25% em relação ao ano de 2008.

Estima-se que, ao final de 2009, serão mais de 17 milhões de internautas que já fizeram pelo menos uma compra online no Brasil. Segundo pesquisas, o público feminino e a Classe C, com renda familiar até R\$ 3.000,00, serão os que mais contribuirão para esse aumento.

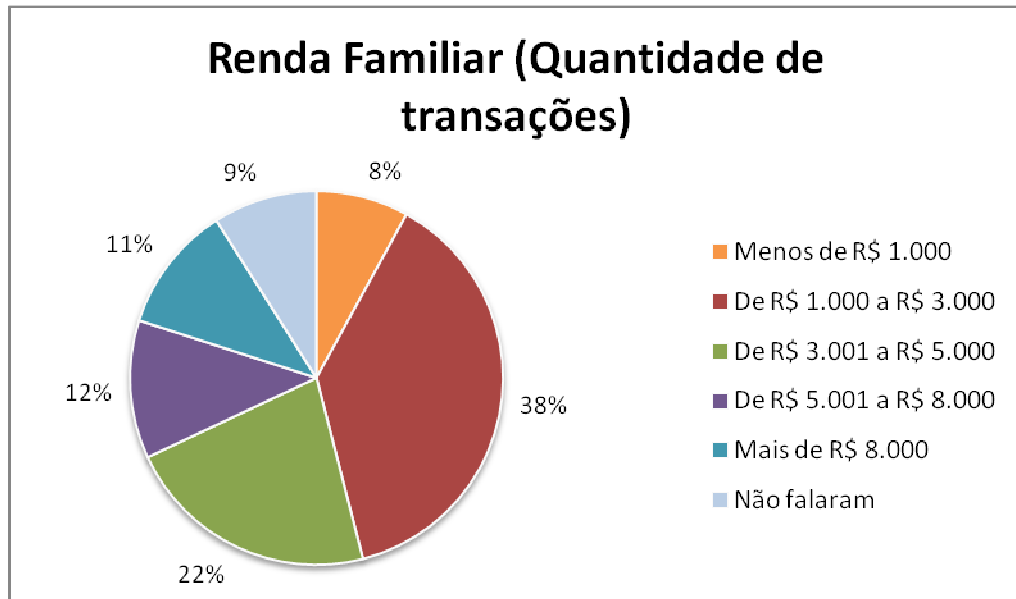


Gráfico 3 - Distribuição das compras *online* por renda familiar em 2008

Fonte: Webshoppers Research – E-bit

A classe C, que já é maioria no setor com 42% do público total, deve, cada vez mais, se destacar no mercado de varejo eletrônico. Essa contínua inserção é também atribuída às facilidades de pagamento parcelado.

O aumento de novos consumidores também está muito atrelado a chegada de marcas fortes do varejo tradicional à web. Somente em 2008, Ponto frio, em agosto, e Wal Mart, em outubro, abriram lojas *online*. Em janeiro de 2009, Casas Bahia abriu sua primeira loja para varejo eletrônico, mostrando o início da consolidação do setor.

As lojas tradicionais começam a se inserir num mercado ainda pouco explorado, com poucas barreiras e poucos *players*. Marcas fortes, como Casas Bahia, principalmente para o público C, deixa o consumidor mais seguro em fazer sua primeira compra *online*. Desta forma, o domínio da B2W e dos demais pioneiros começa a ser ameaçado, ainda que a participação da primeira ultrapasse os 50%.

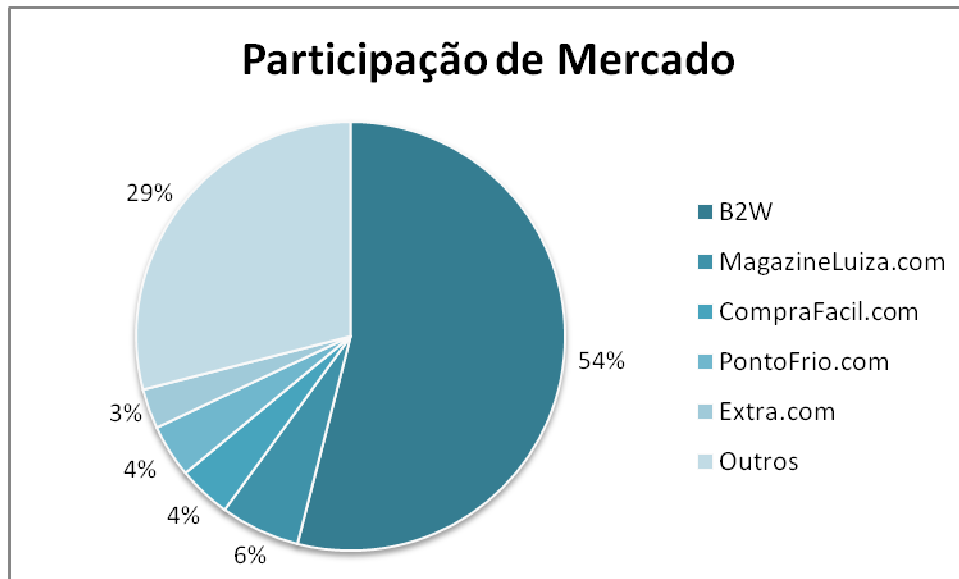


Gráfico 4 - Participação de mercado dos principais players do setor de varejo eletrônico nacional em 2008

Fonte: Webshoppers Reseach – E-bit

4.2.2 O Cenário Econômico no Período Analisado

Segundo o Relatório da Atividade Econômico de 2005, publicado pelo Banco Central, a economia brasileira gozou de certa estabilidade de preços. A evolução da taxa básica de juros, a Selic, apresentou dois momentos distintos, visto que o primeiro – iniciado no segundo semestre de 2004 e finalizado no início do segundo trimestre de 2005 – o Copom manteve a política de elevação, com o intuito de buscar a inflação para dentro da meta do Conselho Monetário Nacional (CMN). O IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) registrou aumento de 5,7%, puxado pelo aumento nos preços de transporte e gastos com saúde. Artigos de residência, grupo em que se inserem os produtos comercializados pela B2W, subiu menos que os demais: 2,7%.

Desta forma, registrou-se retração no consumo das famílias nos primeiros meses do ano. A mudança de cenário acompanhou a inversão da tendência da taxa básica de juros, quando o forte crescimento da atividade econômica, com expansão dos investimentos e aumento no consumo, a partir do segundo trimestre, ocorreu.

O PIB cresceu 2,3% em 2005, de acordo com o IBGE, refletindo o aumento da demanda interna fruto das melhores condições de crédito e dos índices de emprego, que impactam positivamente na renda. A taxa média de desemprego situou-se em 9,8% em 2005, 1,7 p.p. abaixo de 2004, e o rendimento médio nominal recebido pelos assalariados cresceu 8,1%. No mesmo período, o consumo das famílias subiu 3,1%.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o Índice de Volume de Vendas no Varejo expandiu 4,8% em 2005, somente as vendas de eletrodomésticos subiu 16%. A receita nominal de vendas cresceu 10,2%, sendo um aumento de 4,8% no volume e 5,1% no preço médio. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Fecomércio-SP, subiu 3,6%, embora o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) tenha decaído 2,4%.

No ano de 2006, o segundo semestre foi o responsável pelo intenso crescimento da economia brasileira, notadamente, ocorrida em todos os setores que a compõem, devido à forte demanda interna. O consumo das famílias foi impulsionado pelo acréscimo na massa salarial e pelas atraentes ofertas de crédito.

Segundo dados do IBGE, em 2006, a inflação medida pelo IPCA registrou taxa acumulada de 3,14%, a menor desde 1998 e inferior aos 5,7% registrados em 2005. Este índice situou-se abaixo da meta de inflação estabelecida pelo Governo para o ano.

O PIB registrou aumento de 3,7%, configurando o 14^o ano seguido de crescimento econômico do Brasil. A demanda interna, como dita anteriormente, foi a responsável pelo crescimento do PIB ao subir 4,8 p.p.

No ano, houve uma desvalorização do dólar em relação ao real de 8,66%, o que contribuiu para a deflação em alguns produtos com a composição de preços atrelada à moeda norte-americana, provocando um aumento na concorrência interna, face ao aumento nas importações.

A taxa básica de juros, a Selic, fechou o ano de 2006 em 13,25%, abaixo dos 18% registrados ao final de 2005, seguindo a tendência de baixa prevista.

A taxa média de desemprego atingiu 10% em 2006, permanecendo estável frente a 2005, e o rendimento médio nominal recebido pelos assalariados cresceu 4,3%.

Segundo o PMC, o Índice de Volume de Vendas no Varejo expandiu 6,2% em 2006. O crescimento das vendas ocorreu de forma generalizada, atingindo todos os segmentos, praticamente. A receita nominal de vendas cresceu 7,3%, recuando 2,9 p.p., sendo um aumento de 6,2% no volume e 1% no preço médio. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) subiu 10,4%, bem acima do registrado em 2005. O Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), desta vez, cresceu 12%.

Em 2007, a economia brasileira apresentou mais um ano de intensivo ritmo de crescimento, configurando o terceiro melhor dos últimos 20 anos, ocasionado, mais uma vez, pela manutenção do crescimento do consumo das famílias e pelos investimentos realizados. Esta situação gera um ambiente menos arriscado e propício para a entrada de capital externo para investimentos. Desta forma, houve uma expressiva desvalorização do dólar em relação ao real de 17,2%, o que contribuiu, novamente, para a deflação em alguns produtos com a composição de preços atrelada ao dólar. Na mesma linha, a importação de bens de consumo e bens de capital aumentou consideravelmente.

Ao passo que o PIB tenha apresentado crescimento de 5,4% em 2007, os indicadores de comércio também apresentaram robusta evolução. O Índice de Volume de Vendas no Varejo aumentou 9,7%, a maior taxa desde 2000 e com destaque aos materiais e equipamentos de informática, que cresceram 29,5%, a artigos de uso pessoal e doméstico, que subiram 22,7% e eletrodomésticos, que expandiram 15,4%. Cabe ressaltar que todos estes segmentos estão no portfólio de produtos comercializados pela B2W. A receita nominal de vendas cresceu 11,8%, sendo 9,7% advindo do aumento no volume e 1,9% no preço médio. O ICC da Fecomércio-SP, por outro lado, apresentou recuo de 1,1%, em 2007.

O rendimento médio real dos trabalhadores elevou-se em 3,2% e a taxa de desemprego arrefeceu 0,5 p.p. ante 2006, ao atingir 9,5% em 2007.

A inflação medida pelo IPCA registrou taxa acumulada de 4,46%, superior aos 3,14% registrados em 2006. A taxa Selic fechou o ano de 2007 em 11,25%, abaixo dos 13,25% registrados ao final de 2006, seguindo, mais uma vez, a tendência de baixa prevista.

Em 2008, o PIB cresceu 5,1%. O 4º trimestre decaiu 3,6% frente ao trimestre anterior, devido ao desaquecimento da economia como reflexo da crise financeira

mundial, que teve início em setembro de 2008, impactando a atividade industrial, que recuou 7,4%.

A inflação em 2008, pelo IPCA, apresentou alta de 5,9%, maior taxa desde 2004, ou seja, esta é a maior taxa de inflação no período analisado neste trabalho. Mesmo assim, o índice ficou dentro da meta estabelecida pelo governo.

Segundo o IBGE, em 2007 e 2008 houve uma tendência de alta na inflação, ao contrário dos anos anteriores. Porém, a alta da inflação em 2008 se deve, basicamente, a pressão dos produtos alimentícios que iniciou ainda no segundo semestre de 2007 e pouca influência teve os produtos de varejo.

O índice Volume de Vendas no Varejo cresceu 9,1% em 2008, 0,6 p.p. abaixo do crescimento de 2007. Em 2008 como um todo, os segmentos de hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo registraram expansão de 5,5% no volume de vendas, em relação ao ano anterior, resultado que o levou a responder por 29% da taxa anual do varejo. Este desempenho reflete, principalmente, o aumento do poder de compra da população, decorrente da melhora da renda e do emprego e da expansão do crédito. A receita nominal cresceu 15,1%.

Entretanto, o crescimento abaixo do ano anterior do volume de vendas já demonstra o impacto da crise financeira mundial, principalmente dos últimos dois meses de 2008, quando as vendas cederam 1% e a receita nominal recuou 0,8%.

O Índice de Desemprego fechou 2008 em 7,9%, no menor patamar desde 2002. O rendimento médio dos trabalhadores aumentou levemente 0,5%, frente a 2007.

O dólar comercial encerrou 2008 em R\$ 2,333, o que representa uma valorização de 31,29% ao longo do ano. Foi a primeira alta anual da moeda americana no governo Lula e a 3ª maior do Plano Real, decorrente de uma fuga de capital estrangeiro

A taxa básica de juros reverteu a tendência de queda que vinha ocorrendo nos últimos anos e fechou 2008 em 13,75%, demonstrando o receio do Banco Central, através da política monetária, frente ao crescimento da inflação.

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Segundo Vergara (2009, p.3) o método é um caminho que da forma ao trabalho, atribuindo lógica ao pensamento sobre determinado assunto a ser abordado. Para a autora existem três métodos consagrados: hipotético-dedutivo, fenomenológico e dialético.

A partir dos três caminhos anteriormente descritos, destaca-se o método fenomenológico que trata do entendimento daqueles que vivem ou experimentam o fenômeno a partir de seus pontos de vista. Para justamente atingir os objetivos pré-estabelecidos deste trabalho, em que busca-se, principalmente, identificar o verdadeiro impacto da Administração do Capital de Giro na geração de riqueza de uma companhia que pouca informação se tem disponível no mercado a seu respeito, far-se-á um estudo de caso prático, assim como o método fenomenológico.

5.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O estudo de caso é uma investigação que se apoia sobre uma situação específica que apresente algum evento passível de ser estudado. De acordo com Yin (2001, p. 35): “é uma estratégia de pesquisa que busca examinar um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto”.

Roesch (2005, p. 165) descreve o estudo de caso da seguinte forma:

O estudo de caso é uma das fontes mais utilizadas em trabalhos de pesquisa em administração, tanto de natureza quantitativa como qualitativa. É constituída por documentos como relatórios anuais de organização, materiais utilizados em relações públicas, declarações sobre a sua missão, documentos legais, etc.

O método do estudo de caso envolve fases distintas (YIN, 2001), descritas a seguir:

1. A escolha do referencial teórico sobre o qual se pretende trabalhar;
2. A seleção dos casos e o desenvolvimento do método de coleta de dados;
3. A condução do estudo de caso, a partir da coleta e análise de dados, conduzindo ao desenvolvimento do relatório;
4. A interpretação dos resultados a partir da análise dos dados obtidos frente à teoria apresentada.

Desta forma, delimitou-se o método de pesquisa de estudo de caso a este trabalho pelas fases que o acompanha. A inevitável prévia leitura da presente bibliografia de finanças de curto prazo e de criação de valor permite ao pesquisador melhor analisar os dados de um ambiente real, inserido em um contexto dinâmico, em que decisões estratégicas foram tomadas, quase sempre, frente a incertezas econômicas e de mercado.

O método de estudo de caso promove a oportunidade de voltar-se aos períodos em que as decisões foram tomadas, mostrando as suas implicações à própria vida da organização.

5.2 PLANO DE COLETA DE DADOS

Para realizar o presente estudo, foram coletados dados primários junto a B2W através de seu website. Por ser uma companhia com ações negociadas em bolsa, de acordo com o artº 176 da Lei 6.404/76 alterada e revogada pela Lei 11.638/07, ela deve apresentar seus demonstrativos financeiros, como Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultado e Demonstrativo de Fluxo de Caixa, trimestralmente ao conhecimento público, sendo arquivado na CVM e, por políticas de boa governança, no seu próprio website na área de “Relacionamento com Investidor”.

Os dados financeiros obtidos são anuais, compreendendo o período de 2005 à 2008, de modo que a variável “sazonalidade” seja excluída e não impacte a análise dos resultados.

De acordo com Roesch (2005, p. 261), os instrumentos utilizados para coleta de dados no estudo de caso são vários, destacando-se a observação, entrevistas, questionários com gerência e empregados e análise de documentos.

Para ambientalização e melhor compreensão das decisões tomadas pela B2W frente aos cenários, foram analisados dados qualitativos extraídos de documentos e relatórios trimestrais enviados para CVM, os ITRs, relatórios anuais também enviados para CVM, os DFPs, relatórios trimestrais para acionistas emitidos pela própria companhia, os *Releases*, e do prospecto definitivo igualmente emitido pela B2W na abertura de seu capital e na 1ª emissão de debêntures ocorrida em 2008.

Os dados obtidos de Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Resultado foram reorganizados para fins de análise, como proposto por Fleuriet para acompanhamento da dinâmica financeira empresarial. De modo que esta reorganização não segue a estrutura aplicada pela Lei nº 11.638/07, visto que esta tem a finalidade de registro contábil, enquanto o método de Fleuriet tem um caráter de análise financeira.

Dados anteriores a fusão, compreendendo o período de 2005 a 2006, são considerados Pró-forma, ou seja, trata-se da união dos números financeiros das empresas que compõem a B2W, excluindo suas subsidiárias. Deste modo, são elas: Submarino, Americanas.com e Shoptime. Cabe ressaltar que o prévio cálculo dos dados Pró-forma foi exigido à B2W para confecção de seus materiais e documentos para a fusão, portanto, os números aqui dipostos foram calculados pela própria Companhia.

5.3 PLANO DE ANÁLISE DOS DADOS

Com os dados coletados, foram realizadas as análises econômico-financeiras, através de pastas de trabalho em Excel, dos indicadores e do Fluxo de Caixa Livre, além da análise dos números por análise vertical do Balanço Patrimonial e análise horizontal do Demonstrativo de Resultado.

Segundo Yin (2005, p. 143) a melhor forma conduzir uma análise de estudo de caso é ter uma estratégia analítica geral. Tres estrategias são descritas por ele: basear-se em proposições teóricas, explicações concorrentes e descrições de caso. O presente estudo permitiu que a estratégia de basear-se em proposições teóricas fosse a melhor forma de analisar os dados, obviamente, sem excluir a descrição do caso a partir dos documentos e banco de dados de registros e anotações, que foi criado para tal.

De forma a complementar os dados coletados, foram acompanhadas as apresentações trimestrais realizadas pela companhia para exposição de seus resultados, principalmente as conferências referentes ao exercício, ou seja, as conferências de final de ano. Nessas conferências, analistas de investimentos fazem perguntas sobre os números e estratégias da companhia, de modo que as respostas dos administradores e executivos sirvam como insumos para seus modelos e projeções.

Por fim, Roesch (2005, p. 203) cita:

O caso de ensino é o relato de uma situação vivida nas organizações com o intuito de envolver os leitores e estudantes no processo de aprendizagem, de modo que busca simular o processo de tomada de decisões ou de definição e resolução de problemas gerenciais. Por isto, é focalizado numa situação-problema.

Desta forma, o trabalho realizado tem o intuito de ir além das formalidades de fim de curso, visto que este poderá ser usado, de forma a alcançar outros objetivos, como base para o desenvolvimento de um estudo de caso didático, utilizado no auxílio do ensino e aprendizagem do tema abordado: a Administração do Capital de Giro.

6 A ANÁLISE DO CASO B2W

Observa-se que a B2W, a partir da análise dos dados financeiros obtidos, bem como dos documentos, conferências e registros acompanhados, é uma empresa que avalia bem o setor que está inserido. Conhece as vantagens e desvantagens de ser um dos pioneiros do mercado de varejo eletrônico nacional e atual líder do setor, com mais de 50% de *market share*.

A sua busca por alto desempenho operacional é uma herança trazida pelos seus próprios controladores, os fundadores do extinto Banco Garantia e atuais controladores das Lojas Americanas (controladora da B2W). Identifica-se isto através da evolução das margens operacionais ao longo do período estudado, como a Margem Bruta que cresceu 1,8 pontos percentuais, saltando de 28,4% em 2005 para 30,2% em 2008, e a Margem EBITDA² que, de igual forma, subiu de 10,4% em 2005 para 14,9% em 2008, como pode ser visto no gráfico a seguir:

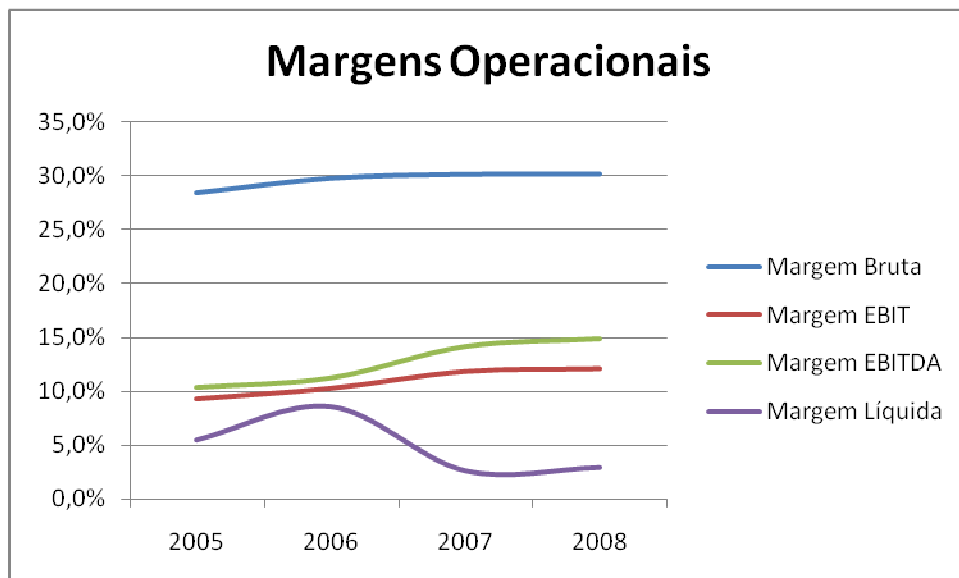


Gráfico 5 - A evolução das Margens Operacionais ao longo do período estudado

² DAMODARAN. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. 2004. Margem EBITDA: trata-se da razão do EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) pela Receita Líquida. O EBITDA é calculado da mesma forma que o EBIT, previamente explicado neste trabalho, adicionado da depreciação e amortização, visto que essas duas são consideradas despesas não-caixa, não representando desembolso de capital.

Entretanto, a situação financeira da B2W não acompanhou o desempenho operacional histórico no período analisado. A alta performance nas vendas, com crescimento médio anual de 45,2%, e a rotina de redução de custos tornaram a empresa lucrativa, com margens em franco crescimento, mas uma administração financeira inadequada, principalmente do capital de giro, resulta em sérios problemas financeiros, comprometendo a liquidez da Companhia e, em alguns casos, levando a insolvência, segundo Assaf Neto (2002). Este foi o caso da B2W entre 2005 e 2008.

Ao longo de sua curta história até então, a B2W enfrentou situações de desconforto na administração do seu capital de giro. Por ser uma empresa de varejo, ainda que por um ambiente inovador e diferenciado do modelo tradicional de comércio, ou seja, pelo meio eletrônico, a Companhia carrega consigo uma série de peculiaridades típicas das empresas do setor.

Inicialmente, é característica das empresas de varejo a elevada participação do Ativo e Passivo circulantes no Balanço Patrimonial, facilmente identificável numa análise vertical. A B2W, ao longo dos períodos analisados neste trabalho, apresentou Ativo circulante ao redor de 80% do Ativo total - alcançado 85% em 2008 - e Passivo circulante por volta de 75% do Passivo total, como pode ser visualizado na análise vertical dos balanços anuais de 2005 a 2008 (Anexo A).

Outra característica muito comum é a elevada necessidade de capital de giro, a NCG. Isto porque as contas relacionadas ao capital de giro – Clientes, Estoques e Fornecedores – podem ser consideradas algumas das mais importantes nas finanças dessas organizações. O trato do crédito junto ao cliente através do parcelamento no cartão de crédito, de forma a possibilitar a aquisição do bem por parte de alguns consumidores que não teriam esta oportunidade, e a necessidade de estocar produtos para que não ocorra a sua falta no momento que um consumidor demonstrar-se interessado, o que acarretaria numa venda perdida, são exemplos de como o investimento nessas contas é alto. A forma como os concorrentes tratam esta questão e a conjuntura macroeconômica também são aspectos determinantes nas políticas de capital de giro.

Fica claro que a decisão de vender à prazo seguiu a estratégia de expansão no mercado inicialmente, visto que a B2W já era líder com mais de 50% de *market share* e desejava manter esta posição frente a uma possível consolidação do setor

com a entrada de novos *players*, principalmente advindos de grandes redes de varejo tradicional.

Tal decisão estratégica acarretou numa elevada necessidade de capital de giro (NCG), pois as vendas à prazo para os consumidores não conseguiu ser financiada pelo chamado financiamento operacional, ou seja, pelos próprios fornecedores. O fato de apresentar elevada NCG – de crescimento acima da expansão das vendas - ocasionou necessariamente em prolongados prazos médios de venda e de estoque. Desta forma, ocorreu a procura pela redução do ciclo operacional e do ciclo de caixa, principalmente buscando o aumento do prazo médio de compra, através do aumento de barganha com os fornecedores.

A B2W apresentava prazos médios altos, mas em tendência de declínio. Como pode ser visto no próximo gráfico, 2005 e 2006 foram anos de comprometimento do ciclo financeiro - ou ciclo de caixa. Mesmo o tratamento junto aos fornecedores, de modo a buscar maior poder de barganha, reduzindo o ciclo operacional em 28 dias, não foi o suficiente para diminuir o ciclo de caixa, que exigiu maiores financiamentos em 2006 e somente apresentou resultados concretos em 2008.

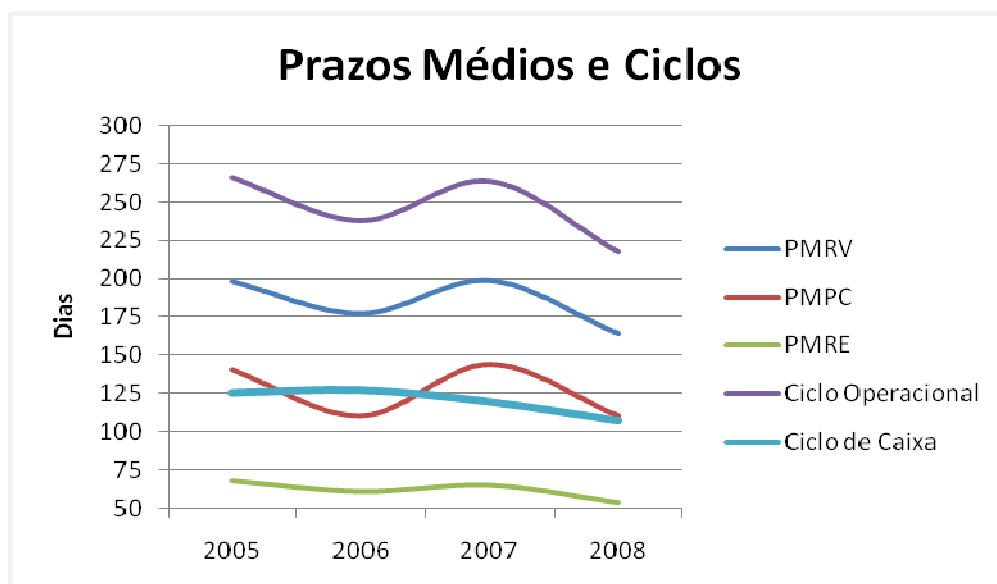


Gráfico 6 - Os prazos médios e os ciclos empresariais

O giro do estoque, ou a rotatividade das vendas, são indicadores que estão intimamente relacionados aos prazos médios, e estão sempre sob os cuidados e olhares dos administradores varejistas. Para melhorar o prazo médio de estoque, a B2W adotou uma política de centralização dos Centros de Distribuição (CD). Cada empresa que hoje forma a B2W tinha seu CD. Além de incorrer em maiores gastos, a distribuição dos CDs não era lógica para a nova estrutura da B2W. O novo CD foi inaugurado no final de 2008, já impactando no prazo médio de estoques e contribuindo para a expressiva redução dos ciclos naquele ano.

A Receita Líquida, em 2006, crescia 62,9% em comparação com 2005. O mercado estimava crescimento do setor em 76%, o que significou uma perda de *market share* por parte da B2W de 57,6% para 53,6%. A perda da fatia de mercado era aguardada pela B2W devido ao amadurecimento do mercado, principalmente do fortalecimento de *players* já consolidados no ambiente web, como Magazineluiza.com, Extra.com e Comprafacil.com, fundadas em 1999, 2001 e 2003, respectivamente. Por este motivo, a intensificação nas vendas à prazo como forma de financiar o cliente surgiu como estratégia para assegurar a sua participação de mercado.

Neste período, houve um aumento da NCG em 76,2%. O indicador NCG/Vendas demonstrava clara expansão da NCG sobre a receita obtida em 2006 e em 2005, visto que este indicador parte de 0,41, em 2005, para 0,44 no ano seguinte. O CDG não acompanhava este mesmo crescimento, permanecendo estável, como pode ser visto no próximo gráfico. O indicador CDG/Vendas reduz de 0,12 para 0,07.

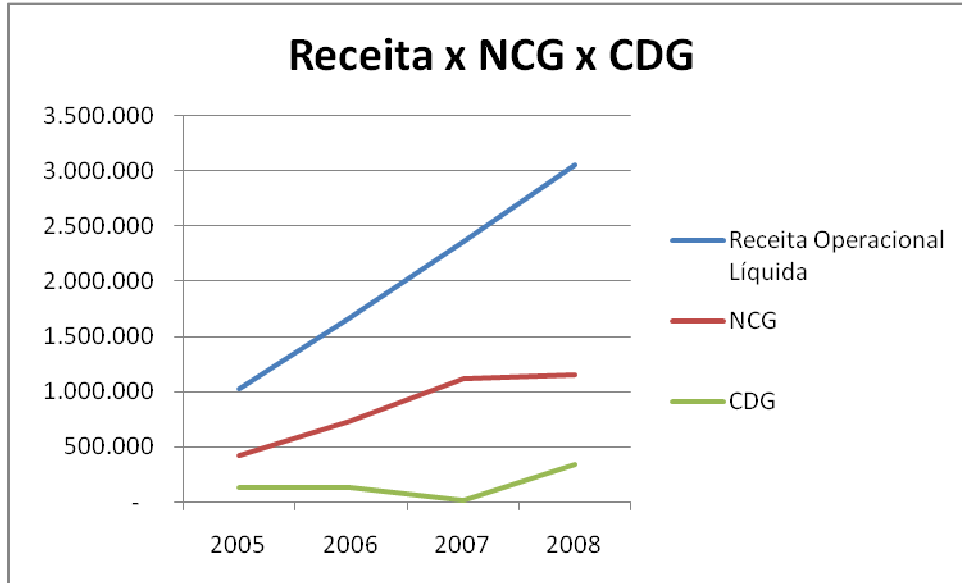


Gráfico 7 - Evolução da NCG e do CDG frente ao crescimento da Receita

A NCG passava, então, a ser financiada pelo Passivo circulante financeiro, principalmente pelo aumento no volume de duplicatas descontadas, que saiu de R\$ 29,1 milhões em 2005 para R\$ 300,1 milhões em 2006. Embora esta modalidade de financiamento seja interessante para evitar problemas de liquidez e insolvência, trata-se de uma espécie de financiamento emergencial, por incorrer em juros altíssimos, visto que é destinado e recomendado para curtíssimo prazo.

A decisão de descontar duplicatas deflagrava uma forte indicação de falta de capital de giro ainda em 2006. A B2W, ao optar por esta modalidade de financiamento, assegurava liquidez. Entretanto, o endividamento bancário da Companhia subiu quase o dobro e o índice Endividamento Bancário/Patrimônio Líquido foi de 1,45 para 2,52. O Custo da Dívida, que trata da razão das despesas financeiras pelo passivo gerador de encargo (MATARAZZO, 2008), também foi outro indicador que avançou de 0,20 em 2005 para 0,38 em 2006.

O alargamento das contas Clientes e Estoques resultou em perda de rentabilidade, impactando o ROIC (ou RsA, Retorno sobre o Ativo Operacional) que arrefeceu 2,1 pontos percentuais, de 20,6% para 18,5%.

Embora as margens operacionais estivessem em leve expansão, indicando desenvolvimento do negócio do ponto de vista econômico, a dinâmica financeira apontava uma situação de *overtrading*, chamado também de “Efeito-Tesoura” por

Fleuriet, que a companhia começava a adentrar neste período. A NCG crescia a uma taxa bem superior às vendas e ao CDG, demandando cada vez mais financiamento.

O consumo de recursos da B2W também era alto, podendo ser facilmente visualizado pelo Fluxo de Caixa Livre da companhia (Anexo C). O investimento físico pode ser considerado ainda alto, embora o Ativo Permanente não represente mais do que 18% do Balanço Patrimonial da empresa em 2006. Cabe ressaltar que a primitividade do setor e a sua rápida expansão exigiu investimentos em imobilizado, softwares, hardwares e marcas neste período.

No entanto, existe um forte investimento em capital de giro, principalmente advindo do perceptível consumo da conta Clientes, o qual acabava por consumir recursos da Companhia, destruindo valor. Este investimento é explicado pela maior flexibilidade no crédito por parte da B2W. Foi introduzido um cartão *private label* em parceria com a empresa Cetelem e isto permitiu o maior acesso ao consumo através de vantagens em parcelamento e taxas. Ao longo do ano, foi introduzido o pagamento, para algumas mercadorias, em até 12 vezes sem juros e 24 vezes com juros no cartão. Mesmo que a idéia seja criar valor ao cliente, com o possível intuito de fidelizá-lo e aproveitar a conjuntura macroeconômica propícia de crescimento econômico e aumento do consumo, políticas agressivas de crédito e prazo acabam por destruir valor para a firma.

Relatórios de investimentos de grandes bancos e corretoras, em 2007, destacavam a má gestão do estoques como principal responsável pelo consumo de recursos da Companhia. Embora a conta Estoques tenha uma participação considerável no Ativo total, observa-se claramente, através do Fluxo de Caixa Livre, o volume demandado de investimentos pela conta Clientes, que avançou de 56% em 2005 para 60% em 2007. Encontra-se, portanto, nesses relatórios, a falta de percepção dos analistas frente a Administração do Capital de Giro, que exerce altíssima influência nos modelos de precificação de ativos de empresas de varejo. Possivelmente, a ausência da percepção dos analistas deve ter sido induzida pelos números da Companhia que mascaravam o crescimento da conta Clientes em seus *releases*, visto que esta era calculada líquida das duplicatas descontadas.

Em 2007, a Receita Bruta acendia 43,6%, ligeiramente acima do esperado para o setor segundo a empresa E-bit (43%) e bem acima do calculado pela

Forrester Research, ao redor de 36%. A fatia de mercado permanecia praticamente a mesma.

A NCG crescia a uma taxa, novamente, acima das vendas e do CDG, que acabava por decair 86%. A B2W insistia em descontar duplicatas e, nesta situação, a NCG passava a ser integralmente financiada pelo Passivo circulante financeiro. Além disto, os empréstimos para capital de giro aumentavam em volume e em custo, chegando a 110% do CDI os contratos nacionais e 107% do CDI os internacionais, a grande maioria com vencimento no curto prazo.

Desta forma, o Endividamento Bancário dobrava e o Saldo de Tesouraria, que já era negativo no ano anterior, expandia 907,8%, deflagrando a situação comprometedora das finanças de curto prazo da Companhia, mantendo-a em *overtrading*.

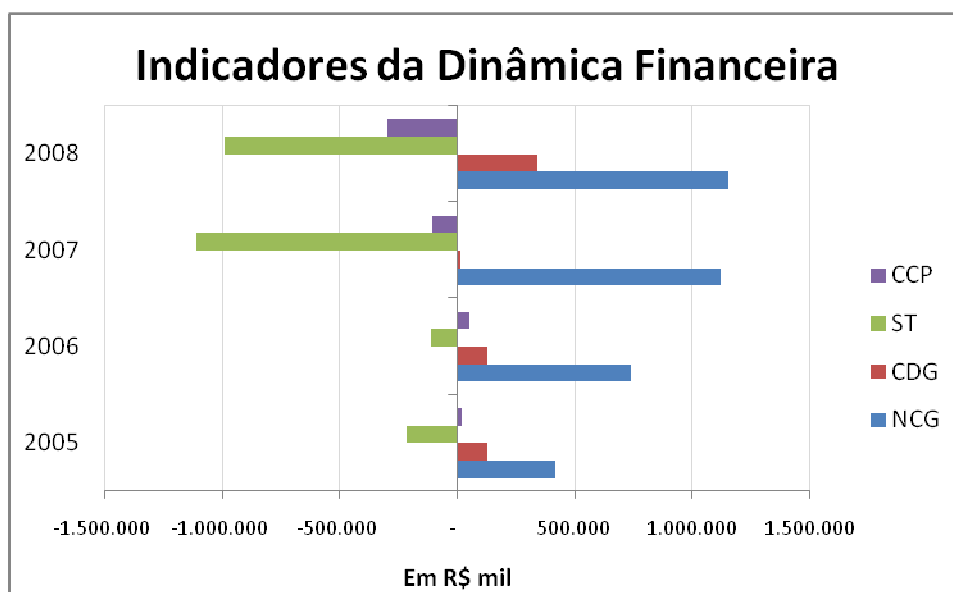


Gráfico 8 - Indicadores do Modelo Fleuriet

As contas Estoques e Clientes avolumavam cada vez mais, exigindo mais investimentos e queimando recursos da Companhia, parcialmente compensados pelo desenvolvimento das relações com fornecedores a partir de um plano de ação da Companhia em que foram designadas equipes para buscar melhores contratos de fornecedores e oportunidades de barganha, além de desenvolver os já

existentes. O Giro do Ativo, que trata da razão das vendas pelo Ativo operacional, caiu novamente de 1,29 para 1,13.

Em 2008, a Receita Bruta avançava bem, ao redor de 30%, em linha com o mercado. O *market share* continuava o mesmo, por volta de 54%, assim como a NCG que permanecia praticamente estável, avançando levemente 2,8%. O CDG dava um salto de R\$ 18,2 milhões para R\$ 343,5 milhões e o ciclo financeiro reduzia em 13 dias, bem como o ciclo operacional, que passava a ter 46 dias a menos.

Esta melhora nos Ciclos pode ser visualizada também no Fluxo de Caixa Livre, em que o dispêndio de capital com as contas do Capital de Giro diminuem consideravelmente. As contas que antes queimavam recursos, em 2008 passavam a gerar valor e, pela primeira vez, o Fluxo de Caixa Livre era positivo. O Retorno sobre o Ativo chegava a 24,1%, maior taxa até então.

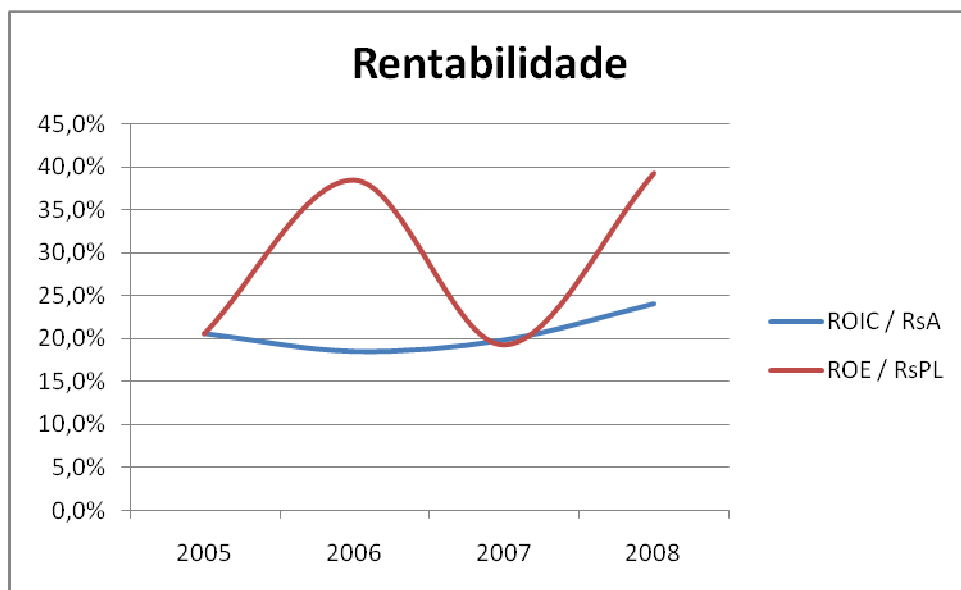


Gráfico 9 - Rentabilidade no período, com destaque para os índices em 2008

O Saldo de Tesouraria melhorava um pouco frente a 2007, mas continuava fortemente negativo. Isto demonstrava como a B2W ainda estava exposta às dívidas de curto prazo. Os empréstimos para capital de giro aumentavam significativamente e os seus custos também, inclusive com tomadas ainda maiores de capital no exterior. Os empréstimos para capital de giro tomados no Brasil estavam demandando 115% do CDI. De igual forma, a política de desconto de duplicatas

seguiu em 2008, como forma de prover liquidez a Companhia e encurtar a conta Clientes.

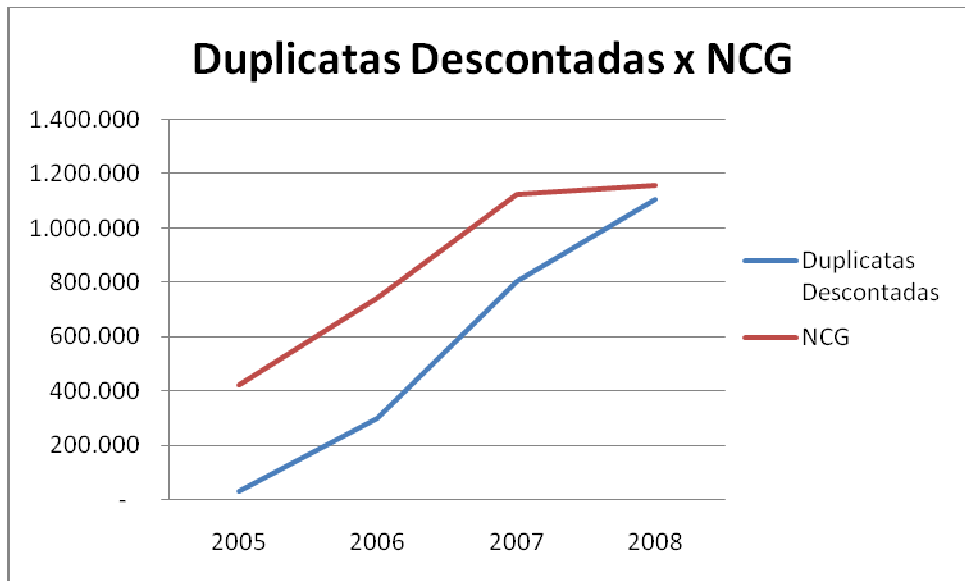


Gráfico 10 – Evolução do ritmo de desconto de duplicatas superior ao crescimento da NCG ao longo do período analisado

O salto do CDG em muito tem a ver com a emissão de debêntures ocorrida no meio de 2008 no valor de R\$ 364,4 milhões. Esta captação demonstra o receio da B2W de sua situação financeira frente a um possível quadro de recessão econômica. Esta medida deixa a entender que a Diretoria Financeira da Companhia tem conhecimento das políticas agressivas que são tomadas, de seu impacto na Administração do Capital de Giro e da influência deste, por consequência, na geração de riqueza da firma, por isto, tentam alterar a composição do seu endividamento.

Desta forma, o indicador Endividamento Bancário/Patrimônio Líquido chegava ao seu maior nível: 5,32. Como pode ser visto no próximo gráfico, a Dívida Líquida da B2W também encerrava o ano mais alta, bem como o indicador Dívida Líquida/EBIT 12 meses, que chegava ao maior patamar desde 2005, 1,8x.

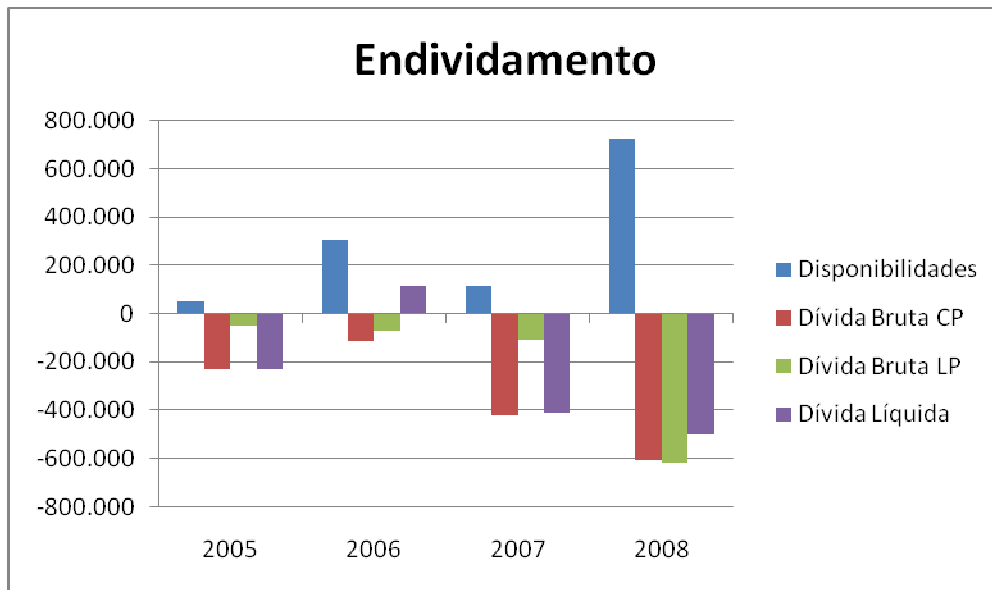


Gráfico 11 - Endividamento no período analisado, com destaque para 2008

A estratégia da Companhia em investir no seu consumidor a dar-lhe vantagens na negociação, como crédito e prazo, está relacionada ao movimento de consolidação do setor. Embora a B2W não seja exatamente a primeira do mercado de varejo eletrônico, a Submarino – empresa que fundiu com a Americanas.com e Shoptime – figura entre os primeiros *players* pioneiros ao lado de Magazineluiza.com e Comprafacil.com. Com estratégias competitivas por parte das poucas empresas que compunham o setor, pequenos *players* ficaram impedidos de adentrá-lo devido ao forte investimento necessário para competir com os grandes varejistas eletrônicos, criando-se uma barreira de entrada.

Entretanto, grandes varejistas tradicionais como Wal Mart, Ponto Frio e Casas Bahia ao identificar uma tendência de consumo por Internet e as incríveis taxas de crescimento e rentabilidade, iniciaram suas medidas para participação também neste setor. Estas empresas possuem marca forte e políticas agressivas de descontos e crédito ao seu consumidor extremamente fidelizado. Exigem, portanto, que o mercado de varejo eletrônico também faça uso e desenvolva a técnica da venda à prazo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após serem revisados os conceitos da Teoria Financeira para Administração do Capital de Giro e fluxo de caixa como indicador de geração de valor e reunir informações da B2W, bem como do setor em que está inserido, foi possível analisar os dados financeiros obtidos e identificar a real importância do acompanhamento da evolução do capital de giro para esta Companhia, visto que a sua administração foi determinante na condução do valor durante o período analisado.

A partir do relato do caso apresentado, identifica-se a evolução positiva da B2W em alguns indicadores econômico-financeiros expostos. Entretanto, verificou-se, ao final do período estudado, a existência de condição de risco para a sua situação financeira, passível de comprometer a liquidez da Companhia, podendo conduzi-la a uma eventual insolvência.

Para a B2W, que detem mais da metade do setor de *e-commerce* nacional, é praticamente inviável não perder *market share* com todo o movimento de consolidação do setor com novos entrantes, porém sua gestão busca vantagens competitivas em suas operações para que não haja perda de rentabilidade. Ao longo dos quatro anos analisados neste trabalho, compreendendo de 2005 à 2008, verifica-se um aumento gradual nas margens operacionais, como a Margem EBIT e a Margem Bruta, o que demonstra clara evolução da empresa.

No entanto, enfrentou uma situação complicada em suas finanças de curto prazo ao longo dos exercícios. A opção por descontar duplicatas pode ser uma forte indicação de falta de capital de giro no período, devido a necessidade de manter a liquidez. Segundo a Companhia, o desconto de duplicatas ocorreu quando as taxas se equivaliam aos demais empréstimos bancários de curto prazo.

Observou-se, no período analisado, que a B2W descontava duplicatas a um ritmo muito superior ao crescimento da NCG e, até mesmo, de suas vendas. As operações de desconto somavam-se a outros tipos de empréstimos, tomados também para financiamento do capital de giro, que se mostraram cada vez mais custosos, ano após ano, no período analisado.

A decisão de emitir debêntures, em 2008, deu-se às vésperas de uma crise financeira mundial, esta relacionada à falta de liquidez no mercado, que veio agravar a situação em que a Companhia se encontrava. Em um cenário de recessão, é possível que as instituições financeiras restringissem o crédito, elevando os juros ou o desconto sobre as duplicatas vendidas pela empresa. Caso isto ocorresse, a Companhia, que é indiscutivelmente lucrativa, se tornaria ilíquida e não conseguiria honrar seus compromissos. Embora apresentasse um Ativo circulante de 83% do Ativo em 2007 - o que poderia levar a conclusão que haveria disponibilidades suficientes para cobrir o Passivo -, 72% era referente ao Ativo operacional, ou seja, era capital que estava imobilizado nas contas Clientes (60%) e Estoques (12%).

É importante notar que a evolução da conta Clientes foi omitida pela Companhia nos seus *releases*. Quando divulgado, o valor do total a receber de clientes era apresentado líquido das duplicatas descontadas, dificultando a análise e o entendimento do real tamanho dos recebíveis e do volume descontado. A forma como esta importante conta para a análise do setor era apresentada modificava, inclusive, o prazo médio de recebimento, que ao ser calculado em prazo menor, encurtava consequentemente o ciclo operacional, distorcendo a análise e mascarando a situação efetiva do negócio.

Nos primeiros momentos do período analisado, e a partir dos dados que a B2W fornece nos seus *releases*, é impossível identificar o quão forte é o crescimento da conta Clientes e das duplicatas descontadas, situação esta que pode explicar o porquê que analistas de investimentos não aprofundaram suas análises até o acompanhamento do capital de giro, focando-se apenas no endividamento. A falta de percepção dos analistas de mercado da real necessidade de capital de giro (NCG) da Companhia fez com que as análises atribuíssem ao endividamento excessivo e, somente, à conta Estoques a destruição de valor verificada ou que não identificassem o forte consumo de recursos na operação. Esse equívoco nas análises certamente seria muito perigoso para a finalidade de instruir seus clientes através do relatório de investimentos, visto que muitos destes relatórios apontavam a construção do novo Centro de Distribuição como a principal solução para redução da NCG, desconsiderando, por exemplo, qualquer alteração na política de crédito.

Tal fato motivou a elaboração deste trabalho, visto que ficou comprovado o quão importante é a administração correta do capital de giro e como uma simples

forma de cálculo pode mascarar o seu impacto. Para obtenção dos dados corretos, deixou-se de lado os *releases* da Companhia e buscou-se a raiz da informação, através dos Informativos Trimestrais de Resultado (ITR) enviados à CVM.

Verificou-se também a necessidade de cuidado, para análises, de dados fornecidos prontos, por bancos de dados; como exemplo, constatou-se que o banco de dados Economática, reconhecido pelo extenso número de ferramentas, aplicações e banco de dados financeiros, apresenta os dados da B2W da forma como a própria Companhia expõe em seus *releases*, não capturando os efetivos valores a cobrar de clientes e o efetivo valor do endividamento de curto prazo por omissão do financiamento com duplicatas descontadas. Por isto, o uso do banco de dados Economática também foi descartado para a realização deste estudo, evitando que conclusões errôneas fossem tiradas de análises feitas sobre dados ajustados.

A análise do capital de giro sobre os dados ajustados, bem como de sua administração, fazendo uso do método de Fleuriet, pouco traria de informação relevante para o estudo de caso. Como, por exemplo, o prazo médio do recebimento das vendas, que calculado sobre os dados ajustados, foi de 113 dias em 2008, contra 164 dias quando calculado sobre os dados corretos. Em 2007, enquanto os dados ajustados consideram 138 dias, os dados corretos elevam o prazo para 198 dias. Fica claro que o ajuste na forma divulgada teve como consequência o encurtamento do prazo médio de recebimento e a distorção do real ciclo operacional. Este estudo de caso corrobora, portanto, a necessidade e a importância da análise do capital de giro ser incluída de forma explícita no modelo de avaliação, e mais, a necessidade de análise crítica dos dados divulgados para que a análise seja fundamentada em dados corretos. Qualquer modelo para avaliação da Companhia deve considerar uma análise correta da Administração do Capital de Giro que, neste caso, pode ter sido desvirtuado pela influência dos dados ajustados, impactando no “preço-justo” de todos os relatórios de investimentos que desconsideraram o correto acompanhamento do capital do giro.

Ainda que a Companhia tenha apresentado resultado líquido positivo e vendas em franca expansão, a ponto de conquistar maior fatia de mercado no início do intervalo analisado e mantendo esta fatia ao longo do período, a análise da Administração do Capital de Giro, ao identificar sua NCG, CDG, ST e outros indicadores, combinado ao Fluxo de Caixa Livre permitiram que fosse visualizado a

destruição de valor, que ocorreu durante boa parte do período estudado – de 2005 à 2007 - até a guinada ocorrida em 2008. Decisões sobre políticas de financiamento e investimentos foram tomadas e todas podem ser identificadas por meio dos números obtidos pelo método utilizado neste trabalho.

As perspectivas para o setor são animadoras. É um mercado novo e com tendência à consolidação, A B2W poderá encerrar esse processo como o principal *player* do setor, seguindo na liderança com uma fatia tão grande ou maior do que já possuía no período da análise. O objetivo de verificar a relevância do capital de giro na avaliação financeira da B2W foi alcançado ao longo do relato do caso. Uma avaliação mais profunda da Companhia através de ferramentas financeiras avançadas como o *Valuation*, poderia determinar o “preço-justo” de sua ação, mas deve-se considerar que mesmo o *Valuation* considera a evolução do capital de giro, que demonstrou ser consumidora de recursos da Companhia.

Desta forma, antes de passá-la para próxima etapa, é melhor que sejam monitorados os seus indicadores de capital de giro, como a evolução da NCG, CDG e, principalmente, o Saldo de Tesouraria (ST), bem como os indicadores de endividamento. Embora este trabalho tivesse apenas o intuito de apresentar o impacto da administração do capital de giro na geração de recursos, outros indicadores utilizados como apoio na análise, como os indicadores de endividamento, que justamente indicavam as dívidas contraídas para financiar a NCG, acabaram deflagrando uma situação delicada que pode resultar também em destruição de valor. Isto pode ser facilmente identificado na evolução da Margem Líquida, ao longo do período analisado, ao expor o efeito das despesas financeiras, com empréstimos tomados para capital de giro, no lucro líquido da Companhia.

As decisões tomadas acerca da política de crédito ao consumidor em 2008, assim como o novo Centro de Distribuição e as equipes para desenvolvimento de fornecedores surtiram efeito, reduzindo o ciclo de caixa e mantendo o nível de NCG. A conta Clientes teve sua participação no Ativo Total reduzida de 60% em 2007 para 44% em 2008. Porém, até o momento, nenhuma decisão estratégica foi tomada em relação ao endividamento que segue em expansão, que, por sinal, provocou o aumento da conta Aplicações Financeiras em 2008, provocando o efeito da diluição da participação da conta Clientes, citado anteriormente. Portanto, sugere-se manter monitoramento sobre as políticas de empréstimos, alavancagem financeira, custo de

capital e estrutura de capital, até que revertam os indicadores de endividamento, levando a níveis de alerta devido a necessidade que a Companhia teve de financiar seu NCG. A situação corrente é de *overtrading* e, caso a B2W opte em seguir ampliando suas vendas em cima de negociações à prazo, os níveis de endividamento podem levá-la a insolvência.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A., SILVA, C.A. T. **Administração do capital de giro**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

B2W. B2W – Companhia Global de Varejo S.A. Disponível em <<http://www.b2winc.com.br>>

BM&FBOVESPA. Índices de Mercado: Índice Small Cap - SMLL. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim do BC – Relatório Anual. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM>>

BRIGHAM, E., EHRHARDT, M. **Administração financeira: teoria e prática**. 10ª ed. São Paulo: Thomson, 2006.

CONGRESSO NACIONAL. **Coleção de Leis da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, dezembro de 2007. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm. Acesso em: 21/06/2009.

DACOL, Silvana. **Gerenciamento do capital de giro no âmbito do varejo eletrônico**. 2002. 146f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC. Florianópolis, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DELLOITTE. 12ª Annual - Global Power of Retailing. 2009. Disponível em <<http://www.delloite.com/dtt/reasearch/>>

FLEURIET, M., KEHDY, R., BLANC, G. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras**. 5ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira**. 10^a ed. São Paulo: Pearson, 2004.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em <<http://www.ibge.gov.br>>

LEMES, Antônio B. **Administração Financeira**. 6^a ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços**. 6^a ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MATIAS, Alberto B. **Finanças corporativas de curto prazo**. São Paulo: Atlas, 2007.

ROESCH, Sylvia M. Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**. 3^a ed. São Paulo: Atlas, 2005.

ROSS, S., WESTERFIELD, R., JORDAN, B. **Princípios da administração financeira**. 2^a ed. São Paulo: Atlas, 1998.

SCOTT, Mark. **Value drivers**. Chicester. UK: John Wiley & Sons, 2000.

SILVA, José P. **Análise financeira das empresas**. 9^a ed. São Paulo: Atlas, 2008.

TACHIZAWA, T., MENDES, Gildásio. **Como fazer monografia na prática**. 12^a ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

VERGARA, Sylvia C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10^a ed. São Paulo: Atlas, 2009.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3^a Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ANEXO A – BALANÇO PATRIMONIAL PRÓ-FORMA: B2W CONTROLADORA

Balanço Patrimonial (Em R\$ mil) - Análise Vertical

| B2W - CONTROLADORA | 2005 | % | 2006 | % | 2007 | % | 2008 | % |
|--------------------------------------|------------------|-------------|------------------|-------------|------------------|-------------|------------------|-------------|
| ATIVO TOTAL | 1.015.718 | 100% | 1.787.655 | 100% | 2.480.064 | 100% | 3.400.818 | 100% |
| CIRCULANTE | 765.894 | 75% | 1.468.875 | 82% | 2.055.339 | 83% | 2.882.613 | 85% |
| Financeiro | 50.050 | 5% | 305.177 | 17% | 115.565 | 5% | 727.679 | 21% |
| Caixa | 50.050 | 5% | 5.942 | 0% | 81.762 | 3% | 26.673 | 1% |
| Aplicações Financeiras | 0 | 0% | 299.235 | 17% | 33.803 | 1% | 701.006 | 21% |
| Operacional | 706.144 | 70% | 1.099.346 | 61% | 1.784.521 | 72% | 1.811.234 | 53% |
| Clientes | 562.216 | 55% | 818.639 | 46% | 1.299.791 | 52% | 1.388.599 | 41% |
| Demais contas a receber | 5.132 | 1% | 83.968 | 5% | 191.473 | 8% | 111.379 | 3% |
| Provisão crédito liquidação duvidosa | 0 | | -1.871 | | -5.534 | | -7.641 | |
| Estoques | 138.796 | 14% | 198.610 | 11% | 298.791 | 12% | 318.897 | 9% |
| Outros | 9.700 | 1% | 64.352 | 4% | 155.253 | 6% | 343.700 | 10% |
| REALIZÁVEL A LP | 46.132 | 5% | 2.816 | 0% | 38.232 | 2% | 44.009 | 1% |
| PERMANENTE | 203.692 | 20% | 315.964 | 18% | 386.493 | 16% | 474.196 | 14% |
| Investimentos | 139.247 | 14% | 36.832 | 2% | 14.000 | 1% | 22.303 | 1% |
| Imobilizado | 40.284 | 4% | 27.182 | 2% | 40.212 | 2% | 75.316 | 2% |
| Intangível | 0 | 0% | 158.486 | 9% | 246.889 | 10% | 299.227 | 9% |
| Diferido | 24.161 | 2% | 93.464 | 5% | 85.392 | 3% | 77.350 | 2% |
| PASSIVO TOTAL | 1.015.718 | 100% | 1.787.655 | 100% | 2.480.064 | 100% | 3.308.890 | 100% |
| CIRCULANTE | 635.727 | 63% | 1.338.588 | 75% | 2.037.051 | 82% | 2.447.190 | 74% |
| Financeiro | 260.188 | 26% | 415.082 | 23% | 1.223.176 | 49% | 1.713.308 | 52% |
| Empréstimos e Financiamentos | 231.059 | 23% | 115.037 | 6% | 420.066 | 17% | 583.311 | 18% |
| Debêntures | 0 | | 0 | | 0 | | 25.885 | |
| Duplicatas Descontadas | 29.129 | 3% | 300.045 | 17% | 803.110 | 32% | 1.104.112 | 33% |
| Operacional | 306.714 | 30% | 384.415 | 22% | 674.130 | 27% | 661.149 | 20% |
| Fornecedores | 286.110 | 28% | 359.253 | 20% | 659.478 | 27% | 654.854 | 20% |
| Salários, encargos e CS | 12.559 | | 6.339 | | 11.819 | | 6.295 | |
| Adiantamento de Clientes | 8.045 | | 18.823 | | 2.833 | | | |
| Outros | 68.825 | 7% | 539.091 | 30% | 139.745 | 6% | 72.733 | 2% |
| EXIGÍVEL A LP | 107.479 | 11% | 77.480 | 4% | 120.493 | 5% | 637.573 | 19% |
| Financeiro | 49.707 | 5% | 73.936 | 4% | 107.573 | 4% | 620.932 | 19% |
| Empréstimos e Financiamentos | 49.707 | 5% | 73.936 | 4% | 107.573 | 4% | 258.024 | 8% |
| Debêntures | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 362.908 | 11% |
| Outros | 57.772 | 6% | 3.544 | 0% | 12.920 | 1% | 16.641 | 1% |
| PATRIMÔNIO LÍQUIDO | 272.512 | 27% | 371.587 | 21% | 322.520 | 13% | 224.127 | 7% |
| Capital Social | 275.649 | | 105.515 | | 174.767 | | 181.566 | |
| Reservas de Capital | 622 | | 257.311 | | 200.000 | | 203.508 | |
| Ações em Tesouraria | -2.345 | | 0 | | -99.677 | | -221.883 | |
| Reserva de Lucros | 6.929 | | 8.761 | | 47.430 | | 60.936 | |
| Lucro Acumulado | -8.343 | | 0 | | 0 | | 0 | |

ANEXO B - DEMONSTRATIVO DE RESULTADO PRÓ-FORMA: B2W CONTROLADORA

Demonstrativo de Resultado (Em R\$ mil)

| B2W - CONTROLADORA | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Receita Operacional Bruta | 1.439.977 | 2.363.611 | 3.394.108 | 4.410.675 |
| (-) Deduções | -417.391 | - 697.014 | - 1.036.551 | - 1.358.489 |
| Receita Operacional Líquida | 1.022.586 | 1.666.597 | 2.357.557 | 3.052.186 |
| (-) CMV | -732.355 | -1.170.098 | -1.646.394 | - 2.130.714 |
| Lucro Bruto | 290.231 | 496.499 | 711.163 | 921.472 |
| (-) Despesas Operacionais | -195.425 | -325.263 | -431.117 | -552.899 |
| Despesas com vendas | -145.251 | -254.546 | -332.637 | - 413.172 |
| Despesas gerais e administrativas | -22.965 | -34.995 | -42.342 | - 54.922 |
| Despesas extraordinárias | -15.457 | -18.740 | -1.334 | |
| Depreciação e amortização | -11.752 | -16.982 | -54.804 | - 84.805 |
| (=) EBIT | 94.806 | 171.236 | 280.046 | 368.573 |
| Outras receitas operacionais | 348 | 0 | 0 | 0 |
| Outras despesas operacionais | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (+) Resultado Financeiro | -45.340 | -72.055 | -159.965 | -205.904 |
| Receitas financeiras | 12.199 | 3.439 | 6.958 | 99.533 |
| Despesas financeiras | -57.539 | -75.494 | -166.923 | - 305.437 |
| (+) Equivalência patrimonial | 0 | -6401 | -404 | 3.888 |
| (=) Lucro Operacional | 49.814 | 92.780 | 119.677 | 166.557 |
| Receita (despesa) não operacional | -7.910 | 49.851 | -18.136 | - 35.393 |
| Lucro antes de impostos | 41.904 | 142.631 | 101.541 | 131.164 |
| Imposto de renda e contribuição social | -10.491 | 107 | -33.537 | - 43.276 |
| IR Diferido | 25.309 | 0 | 0 | 0 |
| Participações | -700 | 0 | -5.800 | 0 |
| (=) Lucro líquido do exercício | 56.022 | 142.738 | 62.204 | 87.888 |
| EBITDA | 106.558 | 188.218 | 334.850 | 453.378 |

ANEXO C – FLUXO DE CAIXA LIVRE: B2W CONTROLADORA

| Fluxo de Caixa Livre (Em R\$ mil) | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|------------------|------------------|----------------|
| Lucro Operacional (EBIT) | 171.236 | 280.046 | 368.573 |
| NOPAT (15% IR + 10% Ad. IR + 9% CSLL) | 130.139 | 212.835 | 280.115 |
| (-) Investimento Físico Bruto | - 140.154 | - 63.611 | - 57.441 |
| (-) Investimento Físico Líquido | - 145.384 | - 101.433 | - 87.442 |
| (+) Depreciação | 5.230 | 37.822 | 30.001 |
| (-) Δ Capital de Giro | - 320.059 | - 384.950 | - 31.337 |
| (-) Estoques | - 59.814 | - 100.181 | - 20.106 |
| (-) Clientes | - 333.388 | - 584.994 | - 6.607 |
| (+) Fornecedores | 73.143 | 300.225 | - 4.624 |
| FCLF - Fluxo de Caixa Livre para Firma | - 330.074 | - 235.726 | 191.337 |
| (-) Pagamento de Juros | - 17.955 | - 91.429 | - 138.514 |
| (-) (Dívida Restituída - Nova Dívida Emitida) | - 91.793 | 338.666 | 702.489 |
| (-) Partes Estatutárias e Beneficiárias | 51.360 | - 61.990 | - 12.965 |
| FCLA - Fluxo de Caixa Livre para Acionista | - 388.462 | - 50.479 | 742.347 |