

# O PROCESSO DE CAPEX

”O RABO ABANANDO O CACHORRO”



**weissenrieder**  
asset strategy & capex management









## Conteúdo

<b>O QUE REALMENTE CRIA UM CURTO TEMPO DE RETORNO?</b>	<b>5</b>
1.1 A situação corrente nos investimentos de Capex	5
1.2 Interpretações errôneas do valor de um projeto de Capex	8
1.3 A realidade é, de fato, pior	11
<b>O RABO ABANANDO O CACHORRO - COMO AS DECISÕES TÁTICAS DE INVESTIMENTO GUIAM A ESTRATÉGIA DA EMPRESA</b>	<b>15</b>
2.1 Competitividade durante o ciclo de vida	15
2.2 Como o capital e outros recursos são alocados num conglomerado de fábricas de papel	16
2.3 Por que as coisas saem erradas	22
2.4 O rabo abanando o cachorro	25
<b>O PROCESSO DE "DESTRUIÇÃO CRIATIVA"</b>	<b>27</b>
3.1 Início da atividade em 1994	27
3.2 Continuidade - a via para a destruição de capital	28
<b>APÊNDICE 1-1</b>	<b>33</b>

“

*Ajudamos mais de 500  
fábricas/unidades de produção  
desde 2004, quando começamos  
a implementar mais sistemati-  
camente a nossa estratégia de  
gestão de ativos.”*



***“Só realizamos projetos com VPL alto.”***

***“Queremos maximizar o valor do nosso plano de Capex.”***

***“Só são aprovados os projetos com curto período de retorno.”***

***“O RCI da nossa empresa/fábrica é superior ao nosso custo de capital.”***

Nunca ouviu alguns destes comentários na sua empresa?

Então esta publicação é para você, porque a sua empresa continua tomando decisões de Capex que destroem valor e não investe onde deveria para criar fluxos de caixa adicionais.

Neste documento, descrevemos como as empresas aplicam o seu processo de Capex e como as universidades nos ensinam a tomar decisões sobre investimentos de Capex que, mais tarde, conduzem à destruição massiva de capital. Praticamente todas as empresas, de todas as indústrias, avaliam as decisões de investimento em bens de capital basicamente da mesma maneira.

Como leitor, é tentador pensar que o processo de gestão de Capex da sua empresa evita as armadilhas que vamos discutir. É a posição assumida frequentemente por diretores financeiros, vice-presidentes de estratégia e responsáveis do processo de Capex. É uma atitude defensiva que não beneficia a empresa, o CEO ou os proprietários. Se você, ou os responsáveis por estas decisões, não estiverem abertos às mudanças pertinentes no processo de Capex, então, alguém na sua empresa retirará dos nossos artigos e soluções descritivos as devidas conclusões e introduzirá as mudanças inevitáveis. Só a mudança conduzirá à melhoria.

Desde junho de 1994 que estudamos como os investimentos em bens de capital afetam o desempenho das fábricas de papel na vida real.

Nosso trabalho tem incidido principalmente no setor de celulose e papel, mas abrange também outras indústrias. Os problemas que encontramos são comuns a todas as empresas de capital intensivo. Nossos clientes encontram-se principalmente na América do Norte, mas também na Europa. Ajudamos mais de 500 fábricas/unidades de produção desde 2004, quando começamos a implementar mais sistematicamente a nossa estratégia de gestão de ativos.

Se for visualizado da forma que apresentamos aqui, é fácil entender como o processo de Capex atual conduz à destruição massiva de capital.

Este texto mudará a forma como você, um experiente decisor numa empresa de capital intensivo, encara as suas decisões. Contém matéria para reflexão e argumentos para passar à ação.

***Contate-nos: [contact@weissenrieder.com](mailto:contact@weissenrieder.com) ou +46 31 761 07 30***

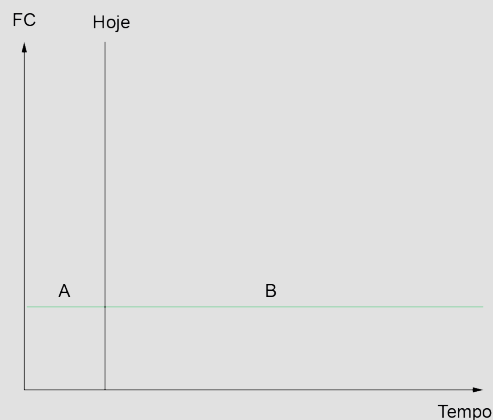
# 1. O que realmente cria um curto tempo de retorno?



## 1.1 A situação atual nos investimentos de Capex

Para efeitos do presente texto, os exemplos que apresentamos referem-se a fábricas do setor de celulose e papel. No entanto, todos os princípios, ideias e preocupações podem ser aplicados a qualquer indústria com forte intensidade de capital. Imagine uma fábrica de papel. Observe a Figura 1-1 abaixo.

Figura 1-1



A fábrica no nosso exemplo, tem, historicamente, gerado ganhos (fluxo de caixa, líquido após despesas de capital) a um determinado nível (A). Isto está ilustrado na figura por uma linha reta normalizada, mas é volátil na realidade. Podemos assumir que no futuro a fábrica continuará a registrar ganhos a este nível. Mais uma vez, normalizados a este nível específico.

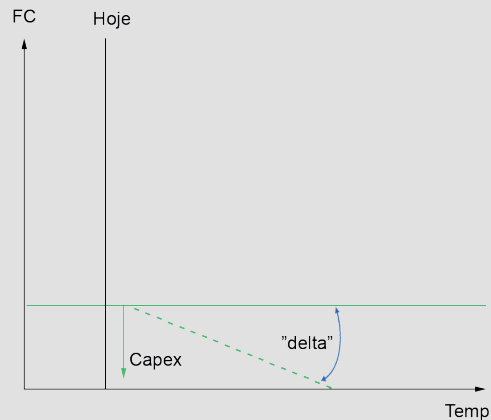
É provável que um dia os executivos da fábrica encontrem os administradores da empresa e digam: *“Claro que podemos continuar gerando dinheiro a este nível, mas para isso temos que resolver este problema relacionado com a qualidade. Os clientes estão reclamando cada vez mais.”*





Agora, observe a Figura 1-2. Para resolver o problema, a fábrica tem de investir numa solução e – seguindo as instruções – faz os cálculos pertinentes. Se investirem em bens de capital, continuarão gerando dinheiro como previsto (a linha reta contínua verde). Se não investirem, a fábrica seguirá a linha tracejada verde. A diferença entre estas duas linhas é frequentemente designada por “delta”. A fábrica compara o delta com as despesas de capital (seta verde descendente) e calcula um VPL, TIR ou o tempo de recuperação do investimento.

Figura 1-2



Assumimos aqui que todos os dados são corretos (isto é, as previsões de futuro da fábrica são acertadas). Segundo a nossa experiência, a questão dos dados não é propriamente um problema na indústria. Não é por isso que as coisas saem erradas.

Por enquanto, tudo bem. O VPL/TIR/Tempo de retorno estão calculados corretamente. Com um VPL de 15 e um período de retorno de 18 meses, é provável que a empresa siga adiante com a decisão. Isso faz sentido.

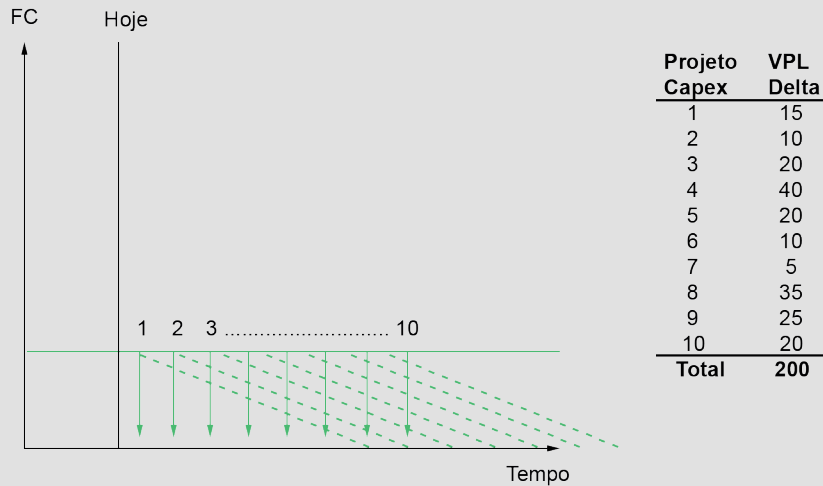
“

*Segundo a nossa experiência, a questão dos dados não é propriamente um problema na indústria. Não é por isso que as coisas saem erradas.”*

Passados três meses, Figura 1-3, os executivos da fábrica encontram novamente a administração e dizem: “Claro, vamos gerar dinheiro a este nível, mas para isso temos que resolver este problema com os custos.”

Fazem os cálculos atendendo à nova situação e apresentam os benefícios do projeto nº 2. Esta situação repete-se mês após mês, ano após ano, com projetos adicionais. A Figura 1-3 representa o plano de Capex da fábrica, neste caso, 10 projetos de investimento futuros a partir de “Hoje”.

Figura 1-3



“  
Mas há um aspecto interessante: o valor 200 não tem a mínima relação com o valor da fábrica. Não há nenhuma ligação matemática.”

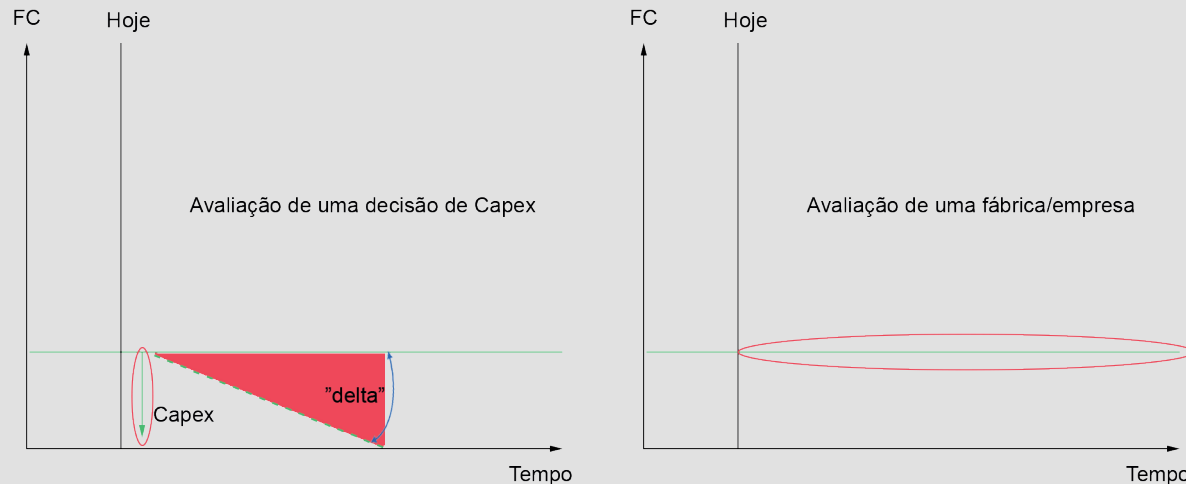


## 1.2 Interpretações erróneas do valor de um projeto de Capex

A soma do valor presente líquido de todos os projetos de investimento individuais no plano de Capex é 200. Mas há um aspecto interessante: o valor 200 (USD/EUR/GBP/DKK/...) não tem a mínima relação com o valor da fábrica. Não há nenhuma ligação matemática.

Observe a Figura 1-4. O valor de cada projeto de Capex é determinado pelo delta criado entre a linha contínua e a linha tracejada verdes (a área vermelha) ajustado em função das despesas de Capex. Como é determinado o valor da fábrica na Figura 1-4? Com base na linha contínua verde (que também tem em conta o nível anual dos investimentos de Capex) descontada para o momento presente

Figura 1-4  
Avaliação de uma decisão de Capex vs. avaliação de uma fábrica/empresa



“  
Em cerca de 80% de nossos projetos, encontramos pelo menos uma fábrica que, no futuro, terá um fluxo de caixa igual a zero ou inferior.”

(a mesma taxa de desconto que para os investimentos). Este procedimento é mais ou menos consensual, por exemplo, para calcular o valor justo de mercado ou no âmbito de uma aquisição. Obtemos um VPL da fábrica, mas, repetimos, que não tem nada a ver com o valor do plano de Capex. Não há nenhuma ligação. O plano de Capex pode demonstrar seja o que for – e ainda assim estar calculado corretamente.

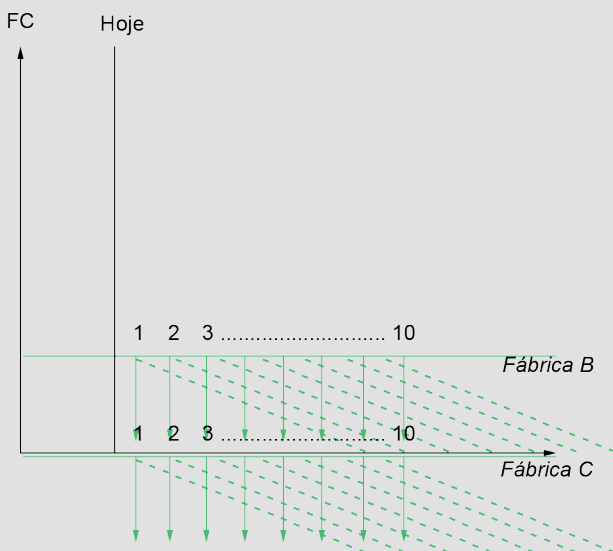
Outra forma de abordar a questão é examinando o delta de cada projeto (a área entre a linha contínua e a linha tracejada). Os deltas dos projetos sobrepõem-se. Por outras palavras, a empresa “hipoteca” o valor da fábrica repetidamente por cada pedido de investimento de Capex.

“  
Os deltas dos projetos sobrepõem-se.”



Vejamos um outro exemplo, Figura 1-5.

Figura 1-5



Fábrica B		Fábrica C	
Projeto	VPL	Projeto	VPL
Capex	Delta	Capex	Delta
1	15	1	15
2	10	2	10
3	20	3	20
4	40	4	40
5	20	5	20
6	10	6	10
7	5	7	5
8	35	8	35
9	25	9	25
10	20	10	20
<b>Total</b>	<b>200</b>	<b>Total</b>	<b>200</b>

Em cerca de 80% de nossos projetos, encontramos pelo menos uma fábrica que, no futuro, terá um fluxo de caixa igual a zero ou inferior. Neste exemplo, essa fábrica (Fábrica C) está ilustrada abaixo da Fábrica B original, que decidimos manter na figura para fins de comparação.

Pergunta: Qual é o VPL total do plano de Capex da Fábrica C se ela tiver os mesmos projetos da Fábrica B? Refletindo sobre a pergunta, concluímos que só pode ser 200. Portanto, temos uma fábrica com um valor igual a zero ou negativo, mas com um plano de Capex que, se for implementado, tem um valor de 200. Mas o plano de Capex não vai alterar o valor da fábrica, ela continuará tendo um valor igual zero ou negativo.

Mas por quê? Bom, o VPL de um investimento de Capex não é, de forma alguma, determinado pelo nível da linha verde contínua. O valor de um investimento de Capex é determinado pela rapidez com que a linha tracejada verde desce (e o montante do investimento e o custo médio ponderado do capital, ou WACC).

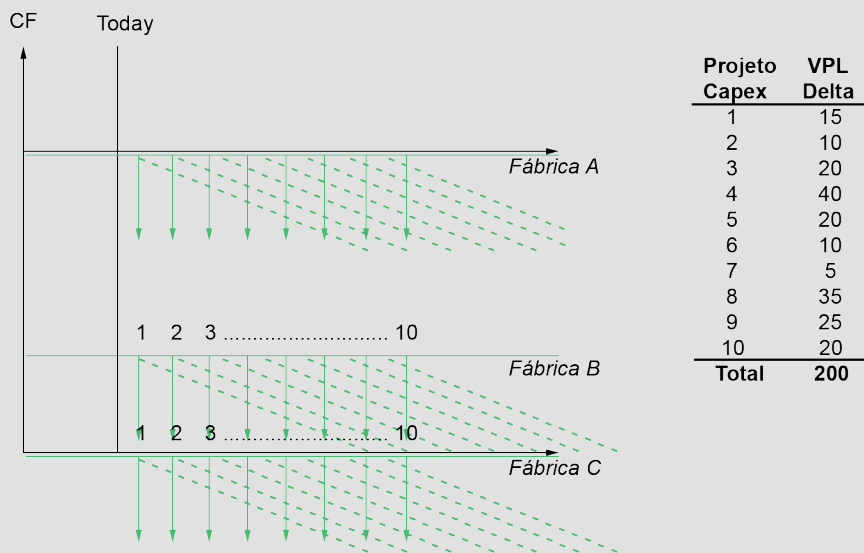
Na Figura 1-6 (pág. 10) acrescentamos a nossa terceira fábrica (Fábrica A).

É uma unidade de elevado desempenho e tecnologicamente muito avançada. Qual é o valor do plano de Capex da fábrica A neste caso? Assumindo os mesmos projetos, o valor continuará sendo 200?





Figura 1-6



Portanto, temos três fábricas com desempenhos muito diferentes, mas que poderão apresentar oportunidades/necessidades idênticas ou similares.

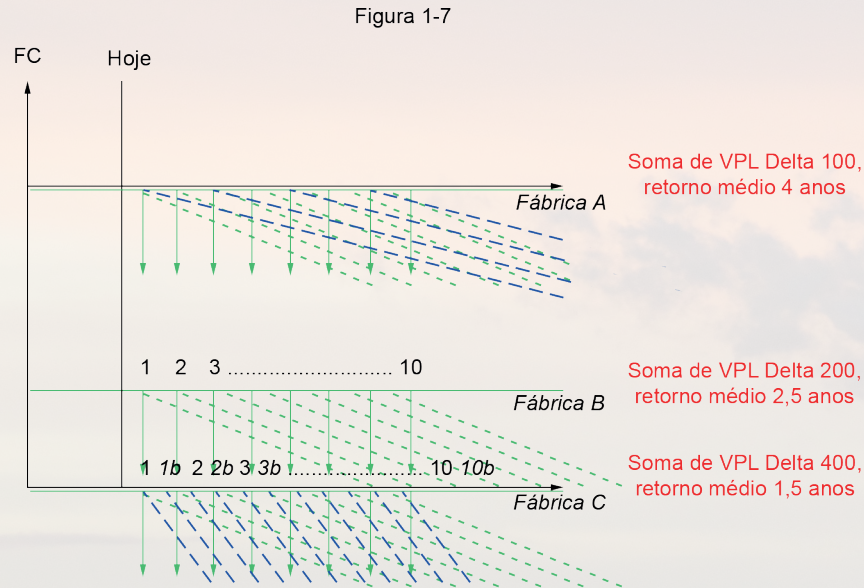
“Isso é no plano teórico”, dirão alguns. Entendemos a objeção das simplificações na apresentação anterior.

Porém, isto não é teoria. É a realidade, só que existem outras situações além das três que apresentamos aqui, o que torna o processo de Capex ainda mais difícil de controlar e gerenciar. Nas mais de 500 fábricas que estudamos, encontramos muitas situações que justificariam uma ilustração própria, mas para deixar bem claro a nossa posição não queremos complicar a questão ainda mais. Alguns leitores dirão: “Nossa empresa é diferente, isto não acontece aqui, avaliamos as coisas de forma diferente”. A nossa experiência diz-nos que não é esse o caso. Reflita. Se estivéssemos frente a frente, responderíamos a todos comentários, perguntas ou reservas que tivesse. Acredite, ouvimos tudo isso ao longo de décadas, mas é difícil abordar todas as questões neste texto.

### 1.3 A realidade é, de fato, pior.

Voltando ao nosso exemplo, a pergunta lógica seguinte é: “Como uma empresa distribui o capital entre fábricas que têm um desempenho diferente?”

Afirmamos que, na realidade, os três planos de Capex para as fábricas A, B e C não terão valores similares. Divergirão significativamente e na direção “errada”. Observe a Figura 1-7.



Se o VPL do plano de Capex da nossa primeira fábrica (Fábrica B) for 200, então o valor do plano de Capex da Fábrica C será provavelmente 400 e da Fábrica A 100. Por quê? Simplesmente porque a Fábrica C não está bem equipada com tecnologia de ponta. Num cálculo do delta, a Fábrica C tem que recuperar um atraso maior por cada peça de equipamento questionada. A discrepância no cálculo do delta será maior, o que cria um VPL/TIR mais elevado ou um tempo de retorno do investimento mais curto, como mostram as linhas tracejadas azuis da Fábrica C. As linhas tracejadas descerão mais rapidamente na Fábrica C, criando um valor mais elevado no plano de Capex. A Fábrica C terá também mais projetos. Não apenas os projetos 1-10, mas também 1 e 1b e 2 e 2b, e assim sucessivamente. A fábrica tem mais necessidades. Por consequência, o valor do plano de Capex aumenta ainda mais.

Em contraste com a Fábrica C, o atraso tecnológico da Fábrica A é menor. A linha tracejada da Fábrica A cairá mais lentamente, criando um VPL/TIR mais baixo ou um tempo de retorno mais longo. Além disso, a Fábrica A terá menos necessidades (e, portanto, menos propostas de investimento), o que resultará num “VPL total” inferior no plano de Capex da Fábrica A.

Onde é provável que uma empresa invista num cenário de restrição de capital?

Escolherá os tempos de retorno mais longos em fábricas sustentáveis ou os tempos mais curtos em fábricas que não aparentam ser muito sustentáveis? Discutiremos isso em detalhe mais adiante. Por agora, basta ter esta questão em mente.





“  
*Onde é provável que uma empresa invista num cenário de restrição de capital? Escolherá os tempos de retorno mais longos em fábricas sustentáveis ou os tempos mais curtos em fábricas que não aparentam ser muito sustentáveis?”*

E onde é provável que uma empresa invista se tiver uma “taxa mínima de retorno”, “taxa de desconto” ou “taxa de retorno exigida” superior ao custo real de capital? Filho amado tem muitos nomes.

As empresas tendem a estabelecer requisitos acima do custo de capital (o custo médio ponderado do capital) no cálculo do VPL (ou TIR de referência), porque acreditam que isso acrescenta uma reserva adicional e que obterão o seu dinheiro mais rapidamente. Acham que proporciona maior segurança. Mas isso conduz apenas a uma alocação de capital ainda maior para as unidades de produção (instalações, fábricas) com investimentos de Capex com um tempo de retorno curto. Encontra essas unidades entre as fábricas de Categoria B com pior desempenho na Figura 1.6 (pág. 11). Portanto, essa prática conduz a um fluxo de caixa menor: destruição de valor. A intenção é boa, mas o resultado é ruim. Isto especialmente pelo fato que os investimentos de Capex realmente bons, que melhoram a sustentabilidade e a competitividade da empresa a longo prazo, têm prazos de retorno do capital investido na ordem de 4-8 anos. Ora, esses investimentos estão excluídos do processo de Capex.

Aliás, o termo “retorno” é enganoso. Não se trata disso. Quando vemos o dinheiro “retornar” à Fábrica C? Nunca. A empresa continua investindo em “projetos com tempo de retorno curto”, mas o fluxo de caixa da fábrica é igual a zero ou inferior. O dinheiro desapareceu. O tempo de retorno calculado simplesmente nunca se verifica - mesmo que as premissas venham a revelar-se corretas no futuro.

“  
*Onde é provável que uma empresa invista se tiver uma “taxa mínima de retorno”, “taxa de desconto” ou “taxa de retorno exigida” superior ao custo real de capital? Filho amado tem muitos nomes.”*

“  
*Aliás, o termo “retorno” é enganoso.*

*O tempo de retorno calculado simplesmente nunca se verifica - mesmo que as premissas venham a revelar-se corretas no futuro.”*



Portanto, parece que estamos perante uma situação em que os planos de Capex das empresas sugerem investimentos que não geram muito dinheiro. Isto já é em si grave, mas não fica por aí. A questão é que as fábricas individuais nem sequer apresentarão os planos de Capex à administração, cujo objetivo é maximizar os fluxos de caixa a longo prazo da empresa. Como poderiam fazer isso? Não têm uma visão global, apenas a perspectiva de sua fábrica individual.


A situação agrava-se ainda mais porque a fábrica nem sequer fornecerá à administração o plano de Capex que visa maximizar o fluxo de caixa de longo prazo de própria fábrica. As fábricas vão sugerir planos de Capex que asseguram a sustentabilidade da fábrica, não o fluxo de caixa máximo a longo prazo.

Esta afirmação, pode, naturalmente, ser debatida, mas está sustentada pelo seguinte:

Na América do Norte e na Europa, pelo menos 15% de todas as fábricas do setor de celulose e papel deviam fechar no prazo de 5 anos (a fim de maximizar os fluxos de caixa em todo o setor). Mas temos de ser realistas, nenhum gerente de fábrica apresentaria aos administradores a seguinte recomendação: *“Analisamos todas opções e concluímos que para maximizar o fluxo de caixa, devemos centrar nossa atenção na geração de liquidez durante três anos e depois fechar a fábrica.”* Uma vez mais: as fábricas individuais têm como objetivo a sustentabilidade. Para esse efeito, estão provavelmente agindo bem. Não é da sua responsabilidade, nem deveria ser, determinar onde e quando investir numa perspectiva de consolidação contínua.







“  
*As fábricas vão sugerir planos de Capex que asseguram a sustentabilidade da fábrica, não o fluxo de caixa máximo a longo prazo.*”

“  
*Isto já é em si grave, mas não fica por aí.*”

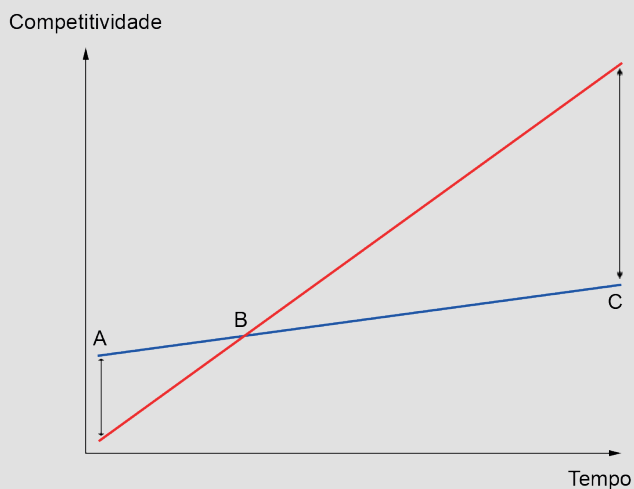


## 2. O Rabo Abanando o Cachorro - Como as decisões táticas guiam a estratégia da empresa

### 2.1 Competitividade durante o ciclo de vida

Uma indústria está sempre melhorando, no sentido de que exerce melhor a sua atividade hoje que há 10 anos, em virtude do desenvolvimento tecnológico (no entanto, a indústria não ganha mais dinheiro devido à queda dos preços reais). Ilustramos este ponto com a linha vermelha na Figura 2-1.

Figura 2-1



“

*Na melhor das hipóteses, a maior parte dos investimentos nas fábricas de papel vai abrandar a perda de competitividade relativa, em vez de a melhorar.”*

A linha vermelha representa a média da indústria, pelo que em cada momento concreto metade da capacidade do setor está acima da linha vermelha e a outra metade abaixo.



Em determinada altura, uma empresa construirá uma nova fábrica, seja através da aquisição ou leasing de instalações de produção existentes (Brownfield), seja pela construção de novas instalações (Greenfield). Ou irá abrir uma nova linha de produção numa fábrica existente. Ilustramos isso com a linha azul que começa no ponto A, quando a fábrica é nova e moderna. Está claramente acima da linha vermelha. Com o tempo, a fábrica será melhorada (a linha azul sobe), mas nunca poderá seguir a média do setor. A um certo momento, cruzará a linha vermelha tornando-se menos competitiva que a média do setor. Décadas mais tarde, a empresa chegará à conclusão que é melhor fechar a fábrica porque a discrepância entre ela e a média do setor é demasiado grande. Este exemplo é uma simples ilustração do ciclo de vida de uma fábrica de papel.

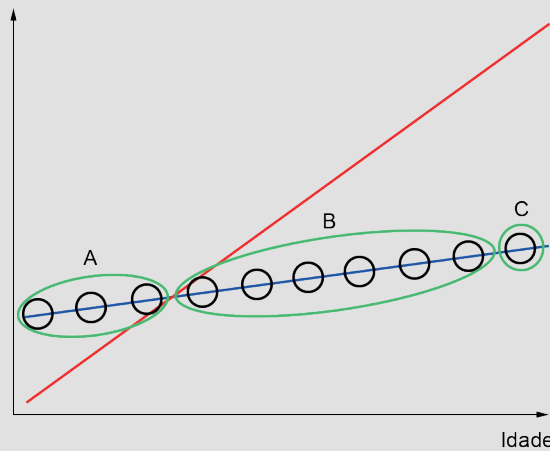
Uma fábrica evoluirá lentamente ao longo da linha azul para a direita. A maior parte dos investimentos nas fábricas de papel irá, na melhor das hipóteses, abrandar a perda de competitividade relativa, em vez de a melhorar. Só alguns investimentos conduzirão a uma evolução para a esquerda (aumento da competitividade), mas na maior parte dos casos será apenas uma ligeira variação. Por exemplo, uma empresa faz um forte investimento de substituição em bens de capital numa fábrica. Substitui 10% do equipamento com tecnologia de ponta (p.ex. uma caldeira de recuperação numa fábrica de celulose). O tempo entre a decisão de investir e a realização do investimento (fábrica pronta a funcionar) é normalmente de 1 a 3 anos. Substituir 10% da base de ativos reorienta a fábrica para a esquerda, mas 90% da fábrica envelhece 1-3 anos nesse processo. O efeito líquido, desde a decisão de investimento até a fábrica estar pronta, não é significativo.

## 2.2 Como o capital e outros recursos são alocados num conglomerado de fábricas de papel

Para a nossa discussão sobre a alocação de capital vamos utilizar a Figura 2-2 (pág. 17). Digamos que gerenciamos uma empresa com 10 fábricas de papel. Fabricam mais ou menos o mesmo tipo de produtos para um certo mercado. Suponhamos que o desempenho médio da nossa carteira de 10 fábricas corresponde exatamente à média do setor (ou seja, temos metade de nossa capacidade em unidades com um desempenho superior à média do setor e a outra metade em unidades com um desempenho inferior à média).

Sendo assim, não é de excluir que três das fábricas (representando 50% de nossa capacidade) sejam as mais competitivas, enquanto que sete são menos competitivas. Agora, vamos dividir as 10 fábricas em categorias. A nossa fábrica de Categoria C será provavelmente encerrada dentro de 1-3 anos, pois não está desempenhando nada bem. Temos três fábricas moderníssimas de Categoria A. Finalmente, temos seis fábricas de Categoria B que são bons fornecedores da nossa gama de produtos, etc., mas menos competitivas a vários níveis.

Figura 2-2



“  
A maior  
parte das  
empresas  
aplica 3-5%  
de seu capital  
em fábricas de  
Categoria C.”

Como atuaria hoje uma empresa do setor de capital intensivo nestas categorias com os seus recursos? A nossa opinião a este respeito baseia-se no trabalho que efetuamos em dezenas de empresas industriais com forte intensidade de capital. Para entender como as empresas alocam atualmente os seus recursos, colocamos três perguntas:

**1ª Pergunta:** “Em um ano normal, como investiria a sua empresa nesses 10 ativos?” A maior parte das empresas não possui informações relevantes para efetuar a categorização, mas vamos tentar. Excluímos possíveis investimentos em Brownfields/Greenfields. Só examinamos esses 10 ativos.

Começando pela Categoria C, verificamos que inclui a fábrica que sabemos que não vamos manter por muito tempo. Preferíamos não fazer quaisquer despesas de capital nesta fábrica, mas para a manter operacional por mais um trimestre ou mais um ano temos que investir algum capital. A maior parte das empresas aplica entre 3 a 5% de seu capital nesta categoria de fábricas.

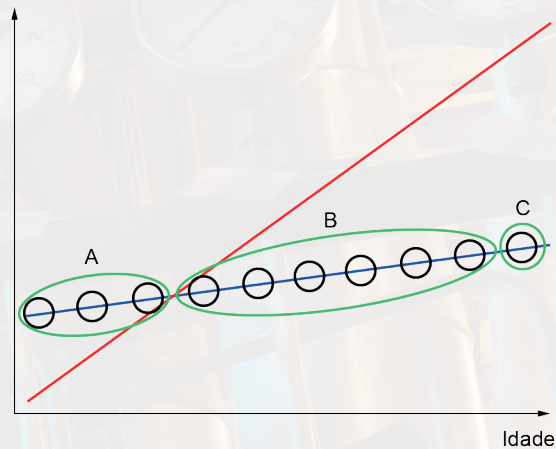
E a Categoria A?

Esta categoria é tecnologicamente muito avançada. As fábricas “necessitam” menos capital. Há também a percepção de que as oportunidades de investimento para esta categoria são pouco numerosas (visto que as fábricas já são relativamente boas). Têm menos problemas ambientais, de segurança, etc. Por outro lado, representam 50% da capacidade produtiva, o que obriga necessariamente a investimentos. A maior parte das empresas investiria 20%, por vezes até 25% do orçamento de investimentos, nesta categoria.

Por último, temos a Categoria B.

Seis fábricas (o dobro da Categoria A) com um atraso tecnológico crescente (ativos envelhecidos). São, via de regra, fábricas complexas, com um número excessivo de equipamentos e nem sempre numa configuração linear. Têm, normalmente, problemas ambientais e de segurança. 75% do capital é investido na Categoria B.

Figura 2-3



	Categorias		
	A	B	C
Capex	20%	75%	5%

A repartição percentual entre as categorias não é de estranhar (Figura 2-3). A Categoria A realmente não precisa de dinheiro. A Categoria C requer alguns investimentos, apesar das reticências que suscita. A Categoria B necessita definitivamente de capital.

Algumas empresas dizem que não investem assim. Poderão ter razão, mas na nossa experiência, a grande maioria investe desta maneira. No entanto, é comum que as empresas confundam as categorias de fábricas. Pensam que uma fábrica de Categoria B é uma fábrica de Categoria A, etc. Inclusive, encontramos uma empresa que pensava que uma das suas fábricas de Categoria A era uma unidade de Categoria C.

**2ª Pergunta:** “Do fluxo de caixa dos próximos 10 anos, quanto espera receber de cada categoria?” Enquanto que a repartição do capital entre as categorias é similar entre as empresas, a repartição do fluxo de caixa futuro entre as três categorias não o é, já que depende do tipo de ativos que uma empresa dispõe realmente. Se tiver sorte, a Categoria C gerará 0% do fluxo de caixa futuro.

“

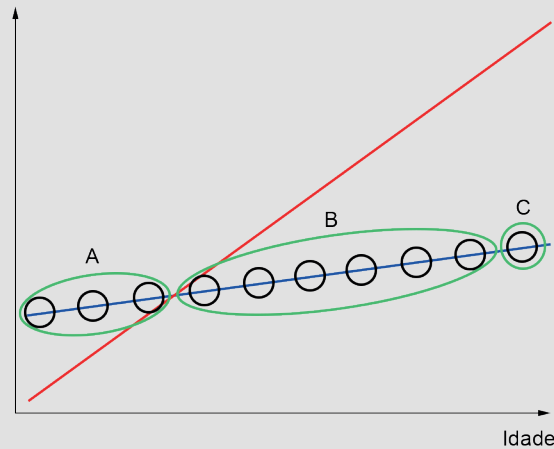
*A Categoria B recebe 75% do capital.”*

“

*Se tiver sorte, a Categoria C gerará 0% do fluxo de caixa futuro.”*



Figura 2-4



	Categorias		
	A	B	C
Capex	20%	75%	5%
Fluxo de caixa após Capex	80%	20%	0%

“  
Segundo a  
nossa experiência,  
a Categoria A  
gera cerca de 80%  
do fluxo de caixa  
total futuro.”

Se tiver sorte, a Categoria C gerará 0% do fluxo de caixa futuro.

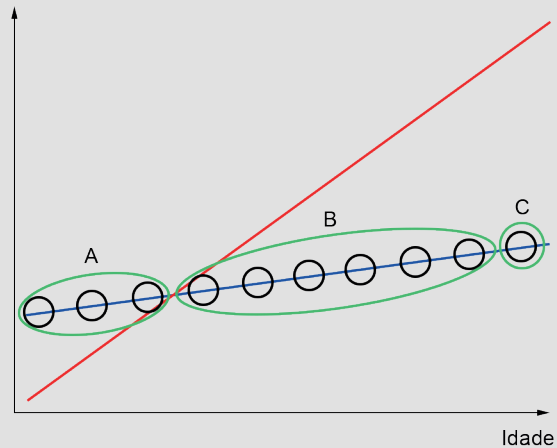
As fábricas da Categoria A têm um EBITDA e margens mais elevados que as da Categoria B (e C), além de despesas de capital menores. Portanto, esta categoria proporcionará claramente o maior fluxo de caixa à empresa (se assim não for, as fábricas foram incluídas na categoria errada. É o erro comum, mencionado anteriormente). Segundo a nossa experiência, a Categoria A gera cerca de 80% do fluxo de caixa total futuro. Encontramos valores que vão de 60% a 300% para a Categoria A (faça as contas para as Categorias B e C neste último caso).

A Categoria B proporcionará uma média de 20%, após as despesas de capital.

**3ª Pergunta:** “Selecione os 100 recursos mais importantes e mais valiosos na empresa. Exclua as horas dedicadas a orçamentos, relatórios, etc. e considere apenas o seu tempo de qualidade. Que proporção do tempo de qualidade é atribuído a cada uma das três categorias A, B e C?”

“  
Em um projeto que tivemos há alguns anos, o gerente de projeto na empresa-cliente dirigiu durante cinco anos a melhor fábrica de Categoria A da empresa. Disse-nos que durante esses anos a administração nunca o contactou uma única vez.”

Figura 2-5



“  
As categorias B e C  
recebem 95% da atenção  
da administração!”

	Categorias		
	A	B	C
Capex	20%	75%	5%
Fluxo de caixa após Capex	80%	20%	0%
Atenção da administração	5%	65%	30%

A Categoria C recebe uma atenção surpreendente: 30%.

Ao refletir sobre a resposta à 3ª pergunta, uma empresa deve incluir todas as discussões/ análises/etc. sobre a questão: “Devemos fechar ou manter a fábrica ou fazer um outro investimento?” Ao considerar esta questão, inclua o tempo despendido tentando manter a fábrica em condições de funcionamento, a avaliar os custos de encerramento e, eventualmente, a determinar quando a fábrica fechará as portas. Tivemos um cliente que hesitou longamente sobre o que fazer com uma fábrica de Categoria C. Um dos vice-presidentes seniores chegou a deslocar-se à fábrica no jato executivo da empresa para anunciar o encerramento da unidade. Quando aterrisou, recebeu a mensagem: “Recebemos outra grande encomenda, volte para casa”. Isto pode arrastar-se por anos. É por essa razão que uma porcentagem tão alta de recursos é alocada às fábricas da Categoria C.

A Categoria A não precisa de recursos.

Essas fábricas funcionam muito bem. Num projeto que tivemos há alguns anos, o gerente de projeto na empresa-cliente dirigiu durante cinco anos a melhor fábrica de Categoria A da empresa. Disse-nos que durante esses anos a administração nunca o contactou uma única vez.

“  
Tudo o que podemos dizer, é que quem gasta os seus recursos  
deste modo ao longo do tempo, acabará, eventualmente,  
arruinando a empresa.”

A categoria B recebe 65 % dos recursos.

Nos jornais econômicos encontramos frequentemente CEOs das indústrias de capital intensivo atribuindo o pobre desempenho trimestral à evolução imprevista dos preços, ao aumento dos custos e à instabilidade da demanda. Certamente, esses fatores podem explicar um ou dois trimestres ruins, mas a indústria de capital intensivo falha ano após ano em gerar valor para os acionistas. Atribuir a culpa a esses fatores durante mais de um par de trimestres é como acusar o vento pelo fracasso numa regata.

A evolução dos preços contrária às expectativas, a subida dos custos e a demanda frágil são aspectos do ecossistema empresarial. Afetam seja quem for na indústria de capital intensivo. O desenvolvimento tecnológico, ainda que lento, faz baixar os preços em relação aos custos dos ativos existentes. Isto é um fato. As empresas investem em melhores tecnologias procurando evitar isso.

Ora, não podemos dizer que este quadro demonstrativo, para uma certa empresa, num certo ano, é "incorreto". Tudo o que podemos dizer, é que se gastarmos recursos deste modo ao longo do tempo, debilitaremos e, eventualmente, arruinaremos a empresa.

Todas as empresas e todos os CEOs com quem trabalhamos nos últimos 23 anos tiveram a ambição de agir corretamente, tomar as medidas certas, gerar mais dinheiro e obter bons resultados. Contudo muitas organizações falham nos seus objetivos.

Há várias razões pelas quais muitas empresas não geram os rendimentos esperados ou fracassam. Por que, ao longo do tempo, não seguem o índice da bolsa de valores, por exemplo. Aqui, mostramos tudo o que é preciso para esvaziar o fluxo de caixa de uma empresa, ou mesmo, por mais chocante que pareça, arruiná-la. *Basta, simplesmente, ter o futuro da empresa em uma fábrica (verde), mas depender os seus recursos em outra (vermelho). Fazendo isso ano após ano, década após década, resulta em uma empresa com fraco desempenho ou em estado de insolvência.*

	Categorias		
	A	B	C
Capex	20%	75%	5%
Fluxo de caixa, após Capex	80%	20%	0%
Atenção da administração	5%	65%	30%

É tudo o que é preciso fazer para uma empresa fracassar, mesmo que as decisões sejam tomadas com as melhores intenções. Se a empresa tiver uma estratégia de aquisições agressiva, as consequências poderão ser ainda piores (isto é, adquirir um grande número de fábricas de Categoria B). As fábricas de Categoria B adquiridas consomem geralmente mais capitais que os ganhos de caixa líquidos resultantes de uma aquisição. Vimos isso inúmeras vezes.

Por que é que as empresas chegam a esta situação, com os recursos alocados como no quadro acima? Querem tomar as medidas corretas, mas o resultado é medíocre. Em cada decisão que tomam, grande ou pequena, examinam bem a situação e, normalmente, cumprem os objetivos a que se propuseram no pedido de Capex. Mesmo assim, a empresa não tem sucesso. Como isso é possível?

“  
É tudo o que  
é preciso fazer  
para uma  
empresa  
fracassar,  
mesmo que as  
decisões sejam  
tomadas com  
as melhores  
intenções.”

## 2.3 Por que as coisas saem erradas

Comprometemo-nos a elucidar esta questão no final dos anos 90. Elaboramos uma lista longa de razões, mas decidimos nos limitar aos três principais motivos que explicam o fracasso das empresas.

Os dois primeiros motivos são comuns a todas as empresas e incontornáveis. Causam problemas extremamente onerosos, mas são necessários.

O terceiro motivo está presente em quase todas as empresas, em maior ou menor grau. Porém, a sua utilidade é questionável e pode ser descartado imediatamente. Não tem qualquer sentido incluí-lo no processo de alocação de capital.

**Motivo nº 1: O processo de Capex é necessariamente um processo da base para o topo (bottom-up).** A fábrica conhece os problemas e sabe como os solucionar (com o apoio dos recursos tecnológicos/de fabricação centrais). Portanto, o gerente da fábrica encontra os administradores e declara: *“Temos um problema, mas sei como resolvê-lo.”* O problema pode ser algo relacionado com a qualidade, os custos, a segurança, o ambiente, etc. Os administradores dirão: *“Nós sabemos. Estamos discutindo essa questão há dois anos.”* No papel, as despesas de capital necessárias para solucionar o problema fazem sentido.

**Motivo nº 2: Os cálculos do delta são usados para avaliar os benefícios de um projeto de Capex. Os projetos são avaliados um a um, individualmente.** Voltando à nossa discussão na parte I, praticamente todas as empresas procedem como os manuais ensinam: calculam o período de retorno/VPL/TIR de cada projeto de Capex individualmente, de forma “isolada” (pressupomos que todos os dados são exatos e corretos).

Um gerente da fábrica encontra os administradores e declara: *“Temos um problema, mas sei como resolvê-lo. O tempo de recuperação do investimento é de dois anos.”* Os administradores da empresa provavelmente responderão: *“Nós sabemos. Estamos discutindo isso há três anos. O tempo de retorno faz sentido. Realmente, nos parece uma estimativa prudente.”* A resposta advém do fato de uma análise individual do problema sugerir à empresa que a solução do gerente é uma medida apropriada e razoável.

**Motivo nº 3: O retorno do capital investido (RCI) (ou o retorno do capital de giro (ROOC), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), valor econômico adicionado (EVA) ou qualquer outro indicador baseado em demonstrações contábeis) é usado para demonstrar o desempenho da fábrica.** A utilização de estes indicadores a nível de grupo é grave. Algumas empresas alegam que os erros nestas mensurações são anulados quando aplicados a nível da empresa/grupo. Isso é errado. Usar qualquer uma destas mensurações a nível da fábrica fornece informações totalmente deturpadas (por muitos ajustamentos que possam ser feitos, por exemplo, no EVA). Vamos dar um exemplo relevante:

Considere a linha azul da Figura 2-5 (pág. 20). Representa o ciclo de vida de uma fábrica, digamos 60 anos. Está apresentada ao longo do eixo dos X do gráfico, com as categorias A, B e C (Figura 2-6, pág. 23).

“  
*No papel, as despesas de capital necessárias para solucionar o problema fazem sentido.”*

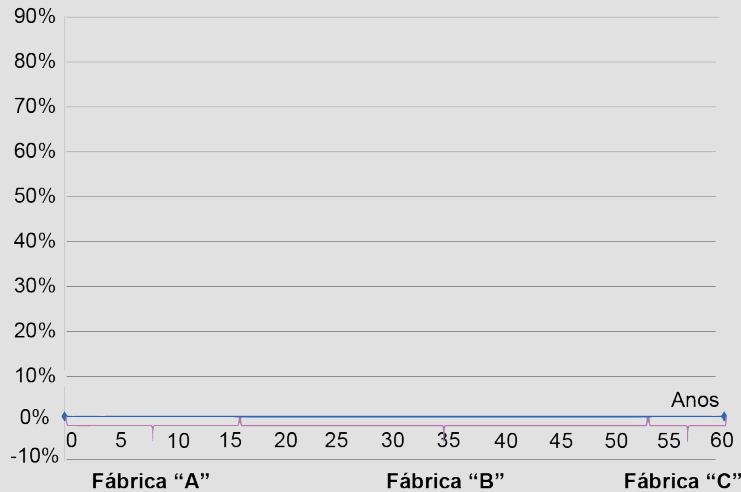
“  
*A resposta advém do fato de uma análise individual do problema sugerir à empresa que a solução do gerente é a uma medida apropriada e razoável.”*



“

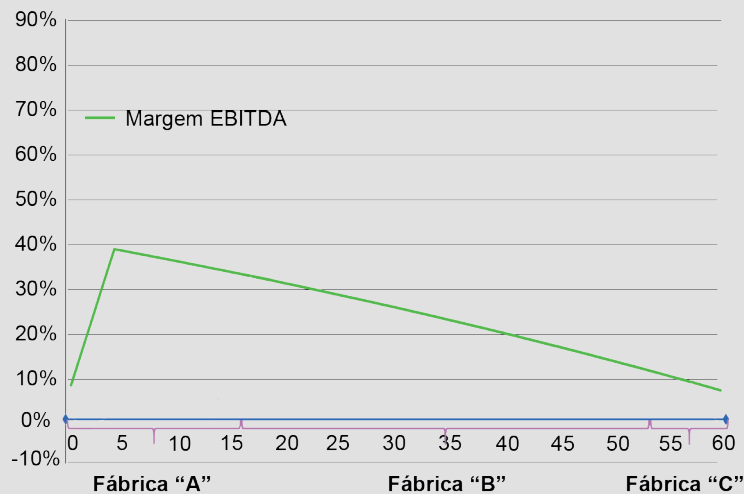
*... usar qualquer uma destas mensurações a nível da fábrica fornece informações totalmente deturpadas.”*

Figura 2-6



Como evolui a margem EBITDA de uma fábrica de papel ao longo do seu ciclo de vida? Será muito volátil, mas para efeitos do nosso exemplo, podemos “normalizá-la.” Observe a Figura 2-7. A evolução da margem EBITDA representa uma fábrica desde completamente nova até seu encerramento 60 anos depois.

Figura 2-7



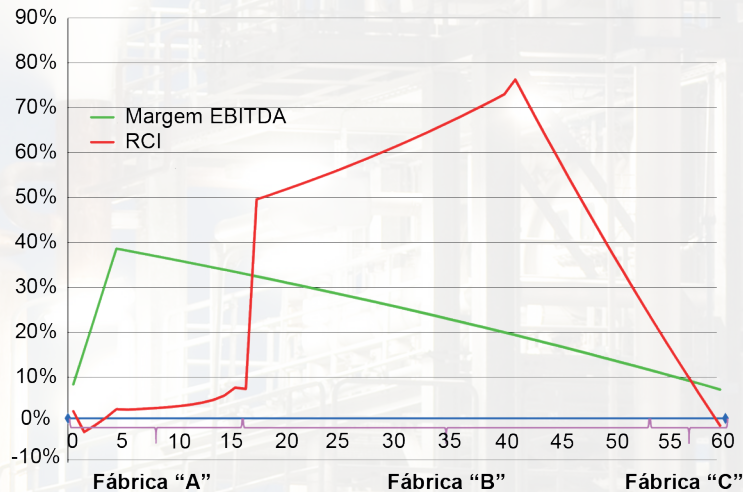
“

*Por que motivo iria alguém descartar um Capex com esses atributos? Não se vislumbra quaisquer sinais de alerta no horizonte.”*

Com um início medíocre, mas normal, esta fábrica atinge o seu apogeu em termos de competitividade após cerca de 5 anos. Depois disso, a margem EBITDA diminuirá lenta mas seguramente até o encerramento. Isto representa uma redução da competitividade relativa ao longo do tempo. O mesmo se passará com despesas de capital na fábrica. De fato, a performance da fábrica declinará deste modo devido às despesas de capital. Sem despesas, a margem EBITDA diminuirá ainda mais rapidamente e a fábrica fechará muito mais cedo.

Na realidade, a margem EBITDA tanto aumentará como diminuirá. É possível trabalhar numa fábrica durante 20 anos sem notar a tendência decrescente da margem EBITDA.

Figura 2-8



Qual será o RCI (ou ROOC, ROE, EVA ou qualquer outro indicador baseado em demonstrações contábeis) dessa empresa? O RCI é simplesmente uma consequência matemática da evolução da margem EBITDA e das regras contábeis de depreciação. Observe atentamente a Figura 2-8. O que nos diz sobre o “desempenho” de acordo com o RCI nas nossas três categorias?

A fábrica tem um capital inicial elevado nos primeiros 15 anos (regras contábeis), mas o fluxo de caixa do quinto ano é superior ao de qualquer outro ano seguinte. A margem EBITDA atinge o seu ponto máximo. Aproximadamente no momento em que passa de competitiva para menos competitiva que a média do setor, os indicadores de desempenho contábil da fábrica vão aumentar drasticamente.

\*\*Se ambiciona ser gerente de fábrica, ocupe o posto um ano antes do Capex inicial ter sido amortizado nos registros contábilísticos. A seguir, certifique-se que os seus prêmios estão baseados no RCI ou EVA. Vai enriquecer! O fluxo de caixa e a margem EBITDA estarão em baixa, mas você estará muito bem.

“

*Aproximadamente no momento em que passa de competitiva a menos competitiva que a média do setor, os indicadores de desempenho contábil da fábrica aumentam drasticamente.”*

Portanto, com o Motivo nº 3 em mente, um gerente de uma fábrica encontra os administradores e declara: *“Temos um problema e agora sabemos como resolvê-lo. O tempo de recuperação do investimento é de dois anos. A nossa contribuição para o RCI da empresa continuará sendo importante.”* Por que motivo iria alguém descartar um Capex com esses atributos? Não se vislumbram quaisquer sinais de alerta no horizonte.

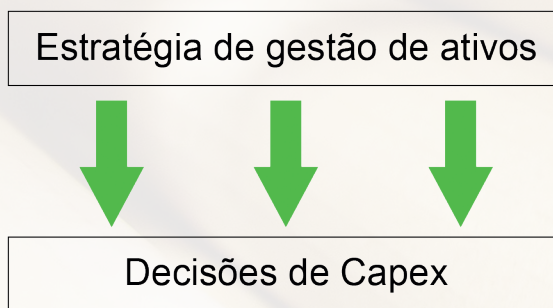
O RCI não é, de modo algum, um indicador de competitividade. Portanto, nunca deveria ser invocado em discussões sobre a alocação de capital.

## 2.4 O rabo abanando o cachorro

Qualquer empresa acredita que estabelecendo uma estratégia de gestão de ativos abrangente, as despesas de capital seguem essa estratégia, não é verdade? Nestes termos, por exemplo:

“

*O processo de Capex é um processo bem estabelecido e verdadeiramente “poderoso” nas empresas.”*



No entanto, a nossa ampla experiência – e provas circunstanciais – diz-nos que não é de todo assim. O processo de Capex é um processo bem estabelecido e verdadeiramente “poderoso” nas empresas. É uma instituição. Envolve numerosas pessoas com as suas respectivas responsabilidades, regras a seguir, estruturas para aprovações, etc.

O processo de Capex é tão determinante que estabelece, de fato, a estratégia de gestão de ativos, no nosso exemplo, as fábricas. O resultado das despesas de capital selecionadas para uma fábrica ano após ano determina a estratégia dessa fábrica e, conseqüentemente, de toda a empresa (não decide, porém, o destino de fábrica. Fatores externos ainda mais fortes são determinantes).

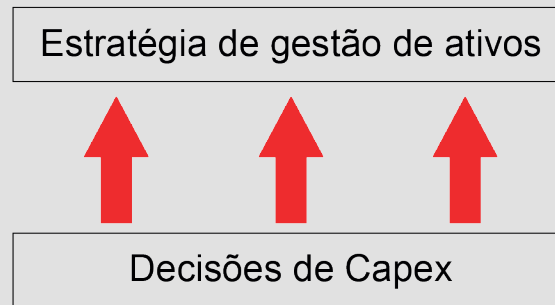
Por conseguinte, não é a estratégia de gestão de ativos que determina as despesas de capital efetuadas numa fábrica. As empresas nem sequer têm processos bem estabelecidos, uniformes e exaustivos para definir a estratégia de ativos do seu conglomerado de fábricas (o leitor poderá dizer, “mas nós temos isso na nossa empresa”, especialmente se o leitor for o responsável pelo processo. Vamos contestar essa afirmação posteriormente).

“

*O processo de Capex é tão determinante que estabelece, de fato, a estratégia de gestão de ativos, no nosso exemplo, as fábricas.”*



A questão pode ser ilustrada nestes termos:

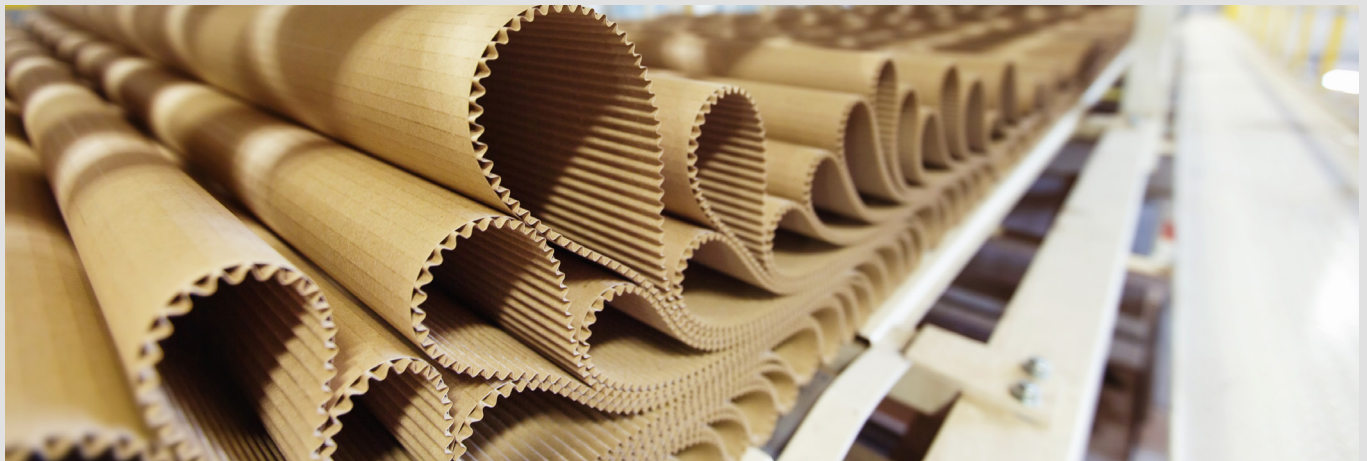


“  
Todas as empresas  
têm de ter uma  
Estratégia de Gestão  
de Ativos que dirija a  
alocação de Capex.  
Mas o processo para lá  
chegar não é como se  
poderia pensar.”

Quando o processo de Capex determina a estratégia, costumamos dizer que “o rabo abana o cachorro”, uma expressão usada para descrever uma situação invertida ou uma nova ordem. Segundo a nossa experiência, uma empresa perde pelo menos 30 % do valor de Capex todos os anos. Pelo menos. Como já mencionamos, é tentador pensar que o processo de gerenciamento de Capex da nossa própria empresa evita essas armadilhas. As pessoas responsáveis pelo processo de Capex assumem frequentemente essa posição (diretores financeiros, vice-presidentes de estratégia, etc.). Se é essa a posição do leitor, então está adotando uma atitude defensiva que não beneficia a empresa (ou o CEO ou os proprietários). Nesse caso, alguém na empresa, que não o leitor, irá em breve retirar dos nossos artigos e soluções as devidas conclusões e introduzirá as mudanças inevitáveis.

Todas as empresas que investem capital em ativos fixos (mesmo não sendo investimentos com forte intensidade de capital) têm que resolver esta questão. Todas as empresas têm de ter uma Estratégia de Gestão de Ativos que dirija a alocação de Capex.

Mas o processo para lá chegar não é como se poderia pensar.







## 3. O processo de “Destruição Criativa”

### 3.1 Início da atividade em 1994

Fredrik Weissenrieder começou a trabalhar com esta problemática em 1994. Estava terminando o curso de mestrado em Finanças e Economia na Universidade Gotemburgo. Na sua dissertação de mestrado abordou como as empresas deveriam calcular os seus investimentos de Capex, etc., e também as inconsistências que encontrou nos cursos de finanças. Interrogava, por exemplo, por que é que as empresas avaliavam os investimentos de Capex com base, por exemplo, na taxa interna de retorno (TIR), mas utilizavam depois a taxa de retorno do capital investido (RCI) para avaliar o desempenho da empresa (duas matemáticas totalmente diferentes).

A dissertação despertou a atenção de uma empresa europeia ligada à produção de celulose e papel. No dia anterior à graduação sugeriram-lhe um projeto. O responsável expôs a situação: *“Em uma das nossas fábricas, a TIR média resultante dos investimentos em bens de capital é de 40 %. Não duvidamos deste valor, visto que acompanhamos as despesas de capital há alguns anos e basicamente os resultados são satisfatórios. Os gerentes cumprem o que prometem, quer seja despedir pessoal, reduzir o consumo de energia, etc. Portanto, verifique estes 40 %. Nos últimos 15 anos, a fábrica tem obtido, em média, um RCI superior a 25 %. Parece estar tudo bem, não é verdade? No entanto, queremos que nos explique por que é que o fluxo de caixa médio desta fábrica tem sido praticamente nulo nos últimos 15 anos.”*

Fredrik Weissenrieder aceitou o desafio e começou examinando décadas de dados de fluxos de caixa. Após quatro meses de trabalho, entendeu o que sucedia na fábrica. Desde então, trabalhamos como consultores independentes nesta área.

Foi assim que tudo começou. No âmbito da investigação, Fredrik Weissenrieder efetuou várias entrevistas, entre as quais ao gerente de controladoria da fábrica. Perguntou-lhe: “Qual é a sua filosofia de investimentos?”. A resposta persegue-nos há mais de 20 anos: “Investimos com base no princípio da continuidade.”

Fredrik Weissenrieder teve que perguntar o que ele queria dizer com isso, visto que a sua área de competência era finanças e não contabilidade. O gerente respondeu: “Investimos para manter a sustentabilidade da fábrica”. Por outras palavras, investiam para assegurar a viabilidade da fábrica. No verão de 1994, Fredrik Weissenrieder considerou que a resposta fazia sentido. Demorou cerca de quatro anos até perceber que isso era o principal problema da indústria na tomada de decisões.

“

*Investimos com base no princípio da continuidade.”*

### 3.2 Continuidade – a via para a destruição de capital

Observe a Figura 3-1 abaixo. Cada linha representa três a quatro fábricas de celulose na Suécia. Há 40 anos, a Suécia tinha cerca de 110 fábricas de celulose (incluindo todas as tecnologias e fábricas integradas). Hoje, existem cerca de 30 fábricas. Essas 30 fábricas produzem o dobro de celulose que as 110 unidades há 40 anos. Produzem mais com menos recursos graças ao desenvolvimento tecnológico.



Resumindo, a indústria sueca encerrou 80 fábricas de celulose. Existem 80 razões para isso? Não, existem apenas duas razões.

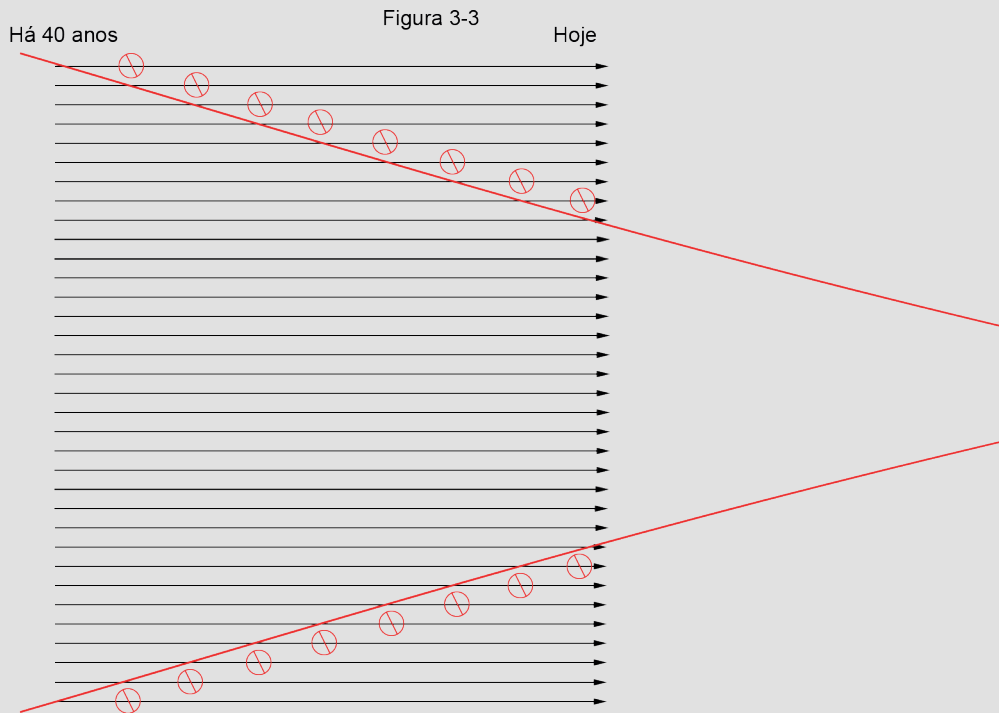
A primeira razão é a tendência de os preços da celulose baixarem em termos reais todos os anos. Este declínio está representado pela linha vermelha descendente na Figura 3-2. A segunda razão tem a ver com os custos (para cada fábrica existente, relativamente ao preço da celulose) que estão em alta (a linha vermelha ascendente na Figura 3-2). Assistimos a uma compressão de margens ao longo do tempo (também ilustrado nas Figuras A-2 (pág. 34), 2-1 (pág. 15) e 2-7 (pág. 23).



“  
É o  
crescimento;  
fazer mais com  
menos recursos.”

80 fábricas não conseguiram sobreviver à compressão de margens e por isso foram fechadas. Veja a Figura 3-3 (página seguinte).





“  
Oferece à  
empresa várias  
oportunidades  
de consolidação,  
de alocação de  
capital, etc.”

O encerramento de 80 fábricas num total de 110, constitui um problema para Suécia? Não, do ponto de vista da nação é formidável. É o crescimento; fazer mais com menos recursos. Devíamos acolher esta evolução favoravelmente, já que proporciona à nação mais recursos para os cuidados médicos, a educação, etc. Para o desenvolvimento de um país, é destrutivo que um governo procure deter uma evolução deste tipo, visto que anula os mecanismos de natureza econômica e do próprio desenvolvimento.

Seria isso destrutivo para uma empresa se, por exemplo, possuir várias fábricas (neste caso de celulose)? Não, é fantástico. Oferece à empresa várias oportunidades de consolidação, de alocação de capital, etc.

Contudo, é aqui onde as coisas saem erradas. Recorde a Figura 2-5 (pág. 20). Todas as fábricas nas categorias A e B são consideradas como estando em continuidade. São tratadas como se fossem mais ou menos eternas. Não a fábrica na Categoria C, mas nas Categorias A e B.

O que nos diz mais a Figura 2-5 (pág. 20)? Que cerca de 75% dos recursos da empresa são aplicados em investimentos que não são sustentáveis a longo prazo. De fato, a indústria de capital intensivo tem a reputação de investir massivamente em fábricas dois a oito anos antes de fecharem - quando essas fábricas aparentam proporcionar um RCI/EVA, etc. razoável, com várias oportunidades de investimento oferecendo um período de retorno rápido (por outras palavras, fábricas medíocres da Categoria B).

“  
É aqui onde  
as coisas saem  
erradas.”

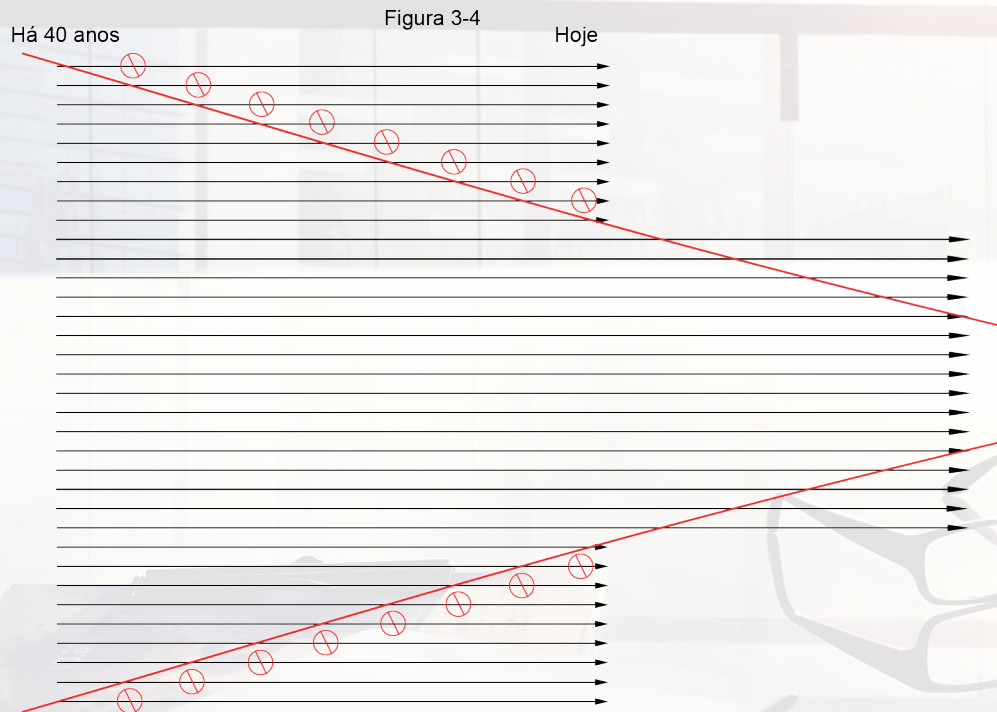


Nesse momento, poucas pessoas questionariam a sustentabilidade da fábrica. Responsáveis com anos de experiência no setor deram-nos exemplos disso. Investir nesse tipo de fábricas é considerado um investimento “seguro”. Quem pode dizer que estão cometendo um erro? No papel, é um investimento formidável – não tem sustentabilidade, mas essa questão nunca foi considerada ao tomarem a decisão.

As empresas investem entre 20-25% dos seus recursos em ativos que são sustentáveis a longo prazo. Qual será a competitividade dessas fábricas passados 10 ou 20 anos, quando unidades de Categoria A altamente competitivas forem construídas por outras empresas? O que sucederá se os recursos forem aplicados em fábricas que não sobreviverão quando essas novas fábricas de Categoria A forem construídas, por exemplo, na América do Sul ou na Ásia?

A questão que se coloca a um participante no processo de tomada de decisões é: como é que a sua empresa vai lidar com o futuro? A empresa tem certamente um processo que no futuro orientará recursos para ativos menos competitivos, ativos que são “as próximas fábricas de Categoria C”. Como criar uma empresa que aloque capital para os ativos certos (que poderão ser uma ou mais fábricas de Categoria B; a questão é saber quais, como e quando?).

“  
A indústria  
de capital  
intensivo tem  
a reputação  
de investir  
massivamente  
em fábricas  
dois a oito  
anos antes de  
fecharem.”



Até agora, este documento abordou os desafios e situações que as empresas enfrentam ao avaliar pedidos de investimento em bens de capital. Não apresentou uma solução. A nossa experiência diz-nos que não faz sentido discutir soluções se não conseguirmos estar de acordo sobre as questões, os problemas e os desafios. É por esse motivo que as soluções não fazem parte do presente texto. Muitas pessoas dirão que “esses problemas não existem” ou “não temos esses problemas na nossa empresa.”

Enquanto leitor, é tentador pensar que o processo de gerenciamento de Capex da sua empresa evita as armadilhas descritas neste texto. Se é esse o seu caso, então sugerimos de repense a sua posição. Todas as empresas têm a possibilidade de resolver os problemas que abordamos. Há anos que a Weissenrieder & Co. aplica com sucesso as soluções que preconizamos. Contate-nos para discutir as nossas soluções que podem ajudá-lo a tomar decisões fundamentadas sobre a melhor forma de alocar fundos e melhorar os fluxos de caixa da sua empresa a longo prazo.

“

*Quem pode dizer que estão cometendo um erro? No papel, é um investimento formidável - não tem sustentabilidade, mas essa questão nunca foi considerada ao tomarem a decisão.”*

“

*Você precisa repensar.”*

## Apêndice 1-1

As empresas assumem ou declaram frequentemente que vão gerar mais dinheiro após um investimento de Capex. No entanto, **o núcleo da questão consiste em não gerar menos dinheiro**. Muitas vezes, ouvimos representantes de empresas falar sobre as suas despesas de capital e os VPL que calcularam, declarando que a fábrica vai melhorar.

“  
O núcleo da questão consiste em não gerar menos dinheiro.”

Agora, pense um pouco e indique uma fábrica cuja margem EBITDA melhorou continuamente nos últimos 10-20 anos. Se examinarmos a questão atentamente, verificamos que as fábricas atualmente em funcionamento, têm, com raras exceções, registrado um decréscimo constante e tendencial das suas margens. É natural. Por vezes, podemos observar uma melhoria da margem EBITDA de uma fábrica atribuível a despesas de capital, mas essa melhoria será pequena e de curta duração. Terá o caráter de “alcançar o nível onde a fábrica já devia estar”, mas apenas por um breve período.

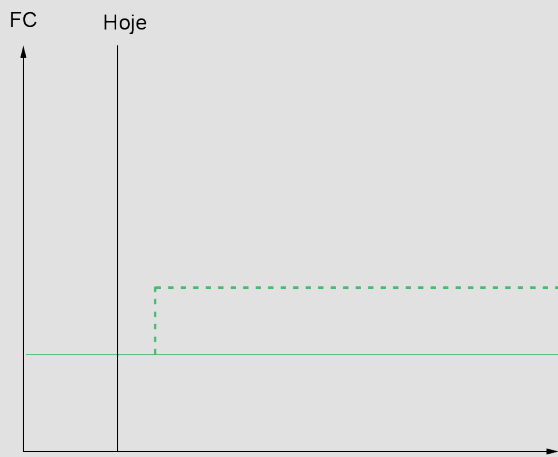
Há cerca de 10 anos tivemos uma discussão semelhante durante uma reunião numa fábrica. O gerente de controladoria disse uma coisa divertida e interessante: *“Se tivéssemos realizado todas as melhorias que declaramos nos nossos pedidos de investimento de capital nos últimos 10 anos, teríamos hoje uma margem EBITDA de 110% e apenas uma pessoa trabalhando na fábrica.”*

Portanto, reiteramos que os investimentos de Capex que as empresas fazem são para evitar que as suas fábricas percam a capacidade de gerar dinheiro. Os investimentos de Capex não são feitos para gerar mais dinheiro. Não há agregação de valor. Há menos perdas de valor, mesmo se as decisões conduzirem à redução de custos, à melhoria da qualidade, etc. Todos os esforços são direcionados para manter a competitividade, visto que os concorrentes se desenvolvem. As melhorias na indústria repercutem-se no preço do produto ao cliente.

“  
Terá o caráter de “alcançar o nível onde a fábrica já devia estar”, mas apenas por um breve período.”

Há duas exceções. A primeira, tem a ver com a expansão da capacidade produtiva. Nesse caso, a fábrica gera, potencialmente, mais dinheiro. O valor da empresa aumenta, ver a Figura A-1.

Figura A-1

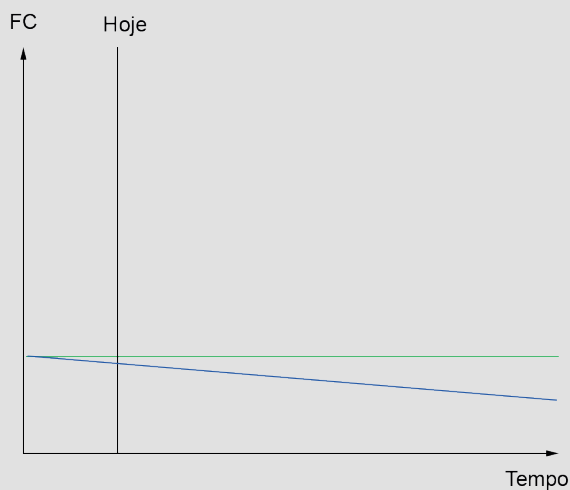


“  
*Se tivéssemos realizado todas as melhorias que declaramos nos nossos pedidos de investimento de capital nos últimos 10 anos, teríamos hoje uma margem EBITDA de 110% e apenas uma pessoa trabalhando na fábrica.”*

A segunda exceção é quando uma fábrica pode investir numa melhoria a título exclusivo. Nenhuma outra fábrica (ou apenas um pequeno número) pode implementar essa melhoria. A fábrica terá então uma vantagem que agrega valor.

Queremos chamar atenção para uma simplificação que fizemos. A linha verde contínua não é como a linha que traçamos na Figura A-2. As linhas não são horizontais. Têm uma tendência descendente, como a linha azul da figura A-2. Todos os investimentos de Capex são para evitar que a linha desça ainda mais rapidamente.

Figura A-2



“

*Portanto, reiteramos que os investimentos de Capex que as empresas fazem são para evitar que as suas fábricas percam a capacidade de gerar dinheiro.*

*Não há agregação de valor. Há menor perda de valor.”*





## ***Sobre a Weissenrieder & Co.***

*Weissenrieder & Co é um líder internacional em Estratégias de Gestão de Ativos e Gestão de Capex. Há mais de 20 anos que assistimos as indústrias de capital intensivo em todo mundo. Os nossos métodos e sistemas únicos permitem às empresas industriais otimizar a sua Estratégia de Ativos e a alocação de capital a fim de maximizar os fluxos de caixa totais.*

*A Weissenrieder & Co ajudou a estabelecer estratégias de ativos de longo prazo em mais de 500 unidades de produção, com um custo total de substituição superior a 80.000.000.000 euros e um valor de investimento total de mais de 7.000.000.000 euros num prazo imediato de cinco anos.*

*Para mais informações, visite o site de empresa em [www.weissenrieder.com](http://www.weissenrieder.com) ou a nossa página na rede social LinkedIn.*

**Weissenrieder & Co.  
Engelbrektsgatan 28  
SE-411 37 Gotemburgo  
Suécia**

**contact@weissenrieder.com  
+46 (0)31 761 07 30**



**weissenrieder**  
asset strategy & capex management