

Liquidez primeiro: prioridades nos primeiros 100 dias

Pedro Geyerhahn | Founder & Managing Partner, 0xRisk

Nota: os episódios profissionais descritos abaixo foram deliberadamente anonimizados. O objetivo é discutir princípios de gestão de liquidez, e não relatar situações específicas de empresas.

Crises não avisam com antecedência suficiente

Crises empresariais raramente avisam com antecedência suficiente. Uma companhia pode apresentar ativos relevantes, marcas fortes, operações rentáveis e perspectivas de longo prazo — e ainda assim enfrentar uma crise de liquidez em questão de dias. Em períodos de estresse, aquilo que parecia uma linha de crédito permanente pode desaparecer; um banco pode deixar de renovar uma operação que vinha sendo rolada regularmente; um fornecedor pode reduzir prazo; uma garantia pode perder valor; ou uma posição de hedge economicamente correta pode exigir caixa imediato por meio de chamadas de margem.

Por isso, quando uma empresa entra em uma situação de maior complexidade financeira, a primeira pergunta do CFO não deveria ser apenas “quanto vale a empresa?” ou “qual é o resultado?”. A pergunta mais urgente costuma ser: quanto tempo temos? Liquidez é o que compra esse tempo.

Ao longo da minha carreira, vivi diferentes episódios que reforçaram essa convicção. Ocorreram em contextos completamente distintos — indústria, commodities, operações internacionais e situações de turnaround — mas tiveram algo em comum: quando a liquidez começa a desaparecer, velocidade, transparência e capacidade de execução passam a valer tanto quanto o próprio balanço.

Quando o mercado fecha: Brasil, 1999

No início de 1999, eu era tesoureiro de uma joint venture industrial multinacional com forte dependência de matéria-prima importada e financiamento externo. A estrutura financeira da companhia dependia, em boa medida, de recursos em moeda estrangeira. As bobinas de alumínio, principal matéria-prima da produção, eram predominantemente importadas e financiadas por operações de financiamento de importação com prazos próximos de um ano. Paralelamente, havia uma linha de capital de giro de prazo mais curto, contratada no exterior e renovada periodicamente.

A crise cambial brasileira alterou esse ambiente abruptamente. Após forte pressão sobre as reservas e saída de capitais, o Banco Central permitiu a flutuação do real em janeiro de 1999; a moeda sofreu forte desvalorização e o acesso ao financiamento externo ficou muito mais difícil. O próprio FMI registrou grandes saídas de capital no início daquele ano e a posterior necessidade de reconstrução das linhas externas de crédito.^{[1][2]}

Para nós, o efeito foi imediato: linhas em dólares utilizadas para financiar importações praticamente desapareceram. Ao mesmo tempo, uma linha de capital de giro de curto prazo, que vinha sendo renovada regularmente, deixou de ser rolada. De repente, um modelo de funding considerado operacionalmente normal deixou de existir.

Esse tipo de situação ensina uma das primeiras regras de liquidez: uma linha não utilizada ou regularmente renovada não é caixa até que o dinheiro esteja efetivamente disponível.

Foi necessário agir imediatamente. Contratamos uma linha emergencial extremamente cara por um período muito curto para preservar caixa e honrar vencimentos críticos. Alguns pagamentos a fornecedores internacionais precisaram ser postergados. Mas havia um princípio que não abrimos mão de preservar: transparência.

Os fornecedores foram informados sobre a situação, sobre as razões da dificuldade temporária e sobre o plano para normalização dos pagamentos. Não houve tentativa de esconder o problema ou ganhar tempo por meio de promessas pouco realistas. Conforme o mercado brasileiro se estabilizou e as linhas de crédito começaram a retornar, os pagamentos foram integralmente normalizados. Ao final do processo, um dos fornecedores chegou a enviar uma carta ao CEO destacando nominalmente a transparência com que a situação havia sido conduzida.

A lição ficou comigo: liquidez depende de crédito, e crédito depende de confiança. E confiança é particularmente valiosa quando o caixa está apertado.

Quando o hedge funciona — e mesmo assim falta caixa

Em 2008, trabalhando na Tesouraria de uma grande companhia global de commodities, vivi uma situação completamente diferente. Os preços das commodities haviam subido fortemente e a volatilidade aumentou, pressionando as exigências de margem sobre posições de hedge em mercados futuros. O período foi marcado por forte tensão nos mercados financeiros e por ampla deterioração das condições de liquidez.[3]

Esse é um aspecto frequentemente mal compreendido fora dos ambientes de commodities. Uma companhia pode estar economicamente protegida e, ainda assim, sofrer enorme pressão de caixa. Se uma empresa possui ou receberá fisicamente uma commodity com preço pré-fixado e vende contratos futuros para proteger seu preço, uma elevação do preço base da commodity pode aumentar o valor econômico do ativo físico, mas a posição vendida em futuros pode gerar chamadas de margem que precisam ser liquidadas em dinheiro, muitas vezes diariamente.

Não necessariamente existe uma perda econômica equivalente. Existe, porém, uma necessidade imediata de funding liquidity. Estudos posteriores do BIS sobre mercados de commodities mostram como grandes chamadas de margem e collateral podem drenar rapidamente ativos líquidos e pressionar companhias dependentes de funding de curto prazo.[4]

Naquele episódio, mesmo uma empresa de grande escala, elevada qualidade de crédito e amplo acesso ao sistema financeiro precisou ampliar rapidamente sua capacidade de liquidez. No Brasil, fomos chamados a confirmar e possivelmente aumentar de forma significativa as linhas disponíveis para o grupo. Em um espaço curto de tempo, a Tesouraria local conseguiu mobilizar capacidade adicional relevante de crédito, contribuindo para reforçar a liquidez global em um momento de forte tensão.

O ponto mais importante não é o montante. É a diferença entre solvência e liquidez. Uma companhia pode ter patrimônio, ativos, resultado e posições economicamente consistentes e, ainda assim, ser colocada em risco se não conseguir transformar esses elementos em caixa no momento necessário.

Crédito também muda quando muda o acionista

Anos depois, como CFO de uma companhia global, vivi outra manifestação do mesmo princípio. A empresa havia sido estruturada como uma joint venture entre dois grandes acionistas. Quando um deles vendeu sua participação e o outro passou a deter 100% do capital, a operação comercial continuou essencialmente a mesma — mas a percepção de crédito dos bancos mudou.

Instituições financeiras revisaram limites, spreads e condições. A mudança da estrutura acionária alterou a forma como o risco era percebido, mesmo sem uma alteração equivalente na operação do negócio.

Esse episódio reforçou outra lição importante: crédito não é apenas uma função dos números da empresa. É também uma função da percepção do credor sobre governança, acionistas, garantias, setor, estrutura de capital e capacidade de reação da administração. Quando algum desses elementos muda, a liquidez disponível pode mudar junto.

Nessas situações, transparência e ação antecipada voltam a ser essenciais. Bancos precisam entender o que mudou, o que não mudou, quais são as fontes de caixa da companhia, quais garantias existem e qual é o plano financeiro para a nova realidade.

Em uma crise aguda, os primeiros 30 dias valem mais

Essas experiências ocorreram em companhias estruturadas e com operações relevantes. Em uma situação de crise aguda, entretanto, o desafio é ainda mais intenso. Quando a empresa já entra no problema com liquidez limitada, a administração não dispõe do luxo de passar meses construindo um diagnóstico perfeito. O diagnóstico precisa acontecer enquanto a companhia já está executando.

Nos primeiros dias, algumas perguntas precisam ser respondidas rapidamente: quanto caixa realmente existe? Quais são os vencimentos das próximas semanas? Que pagamentos são indispensáveis para manter a operação? Que estoques podem ser convertidos em caixa? Quais recebíveis podem ser antecipados? Existem ativos ou garantias ainda não utilizados? Quais bancos mantêm apetite? É possível criar novas estruturas financeiras? Que fornecedores são críticos? Qual é a duração real do caixa em diferentes cenários?

Em uma situação em que participei, algumas dessas medidas precisaram ser implementadas simultaneamente. Redução de estoques para liberação de capital de giro, identificação de ativos e garantias potenciais e criação de novas estruturas de financiamento precisaram acontecer em paralelo.

Isso leva a uma característica fundamental do turnaround: quanto maior a crise, menor é a distância entre estratégia e execução. Não basta elaborar uma apresentação mostrando o que deveria ser feito. É preciso fazer.

Um framework para os primeiros 100 dias

Embora cada situação seja diferente, considero útil dividir os primeiros 100 dias de uma gestão de liquidez em três etapas.

Dias 1–30: sobreviver e ganhar visibilidade

A prioridade inicial é construir uma visão de caixa suficientemente precisa para permitir decisões. Isso significa estabelecer projeções de curto prazo, normalmente semanais e, em situações críticas, até diárias. A precisão perfeita é menos importante do que uma visão suficientemente confiável para antecipar rupturas.

Ao mesmo tempo, deve-se preservar caixa. Capital de giro precisa ser atacado imediatamente: estoques, recebíveis, prazos de fornecedores e despesas que não sejam essenciais. É também o momento de mapear todas as fontes possíveis de liquidez — linhas bancárias, garantias, ativos disponíveis, recebíveis, estoques financiáveis e estruturas alternativas.

Dias 30–60: reconstruir capacidade financeira

Depois de evitar o problema imediato, começa a reconstrução. As fontes de financiamento precisam ser diversificadas. Nenhuma companhia deveria depender excessivamente de um único banco, um único instrumento ou uma única fonte de funding.

É nessa etapa que o relacionamento com credores assume papel central. Ninguém gosta de surpresas. É muito mais fácil negociar uma solução com um credor que entende o problema e acompanha sua evolução do que com alguém que descobre a crise no dia do vencimento.

A mesma lógica vale para fornecedores estratégicos. Transparência não significa expor indiscriminadamente informações sensíveis; significa criar uma narrativa verdadeira, consistente e acompanhada de ações concretas.

Dias 60–100: transformar liquidez em disciplina

Uma vez controlada a emergência, o objetivo deixa de ser apenas sobreviver. É preciso construir uma estrutura que reduza a probabilidade de repetição do problema.

Isso envolve políticas de liquidez, limites mínimos de caixa, diversificação de funding, planejamento de vencimentos, testes de estresse, mapeamento de garantias e mecanismos claros de governança. A gestão de liquidez deixa de ser uma reação à crise e passa a ser parte permanente da gestão de risco da companhia.

Essa disciplina deve incluir cenários em que linhas não são renovadas, spreads sobem, moedas se movem violentamente, margens são chamadas e ativos que pareciam líquidos deixam de ser imediatamente financiáveis. A pergunta não é apenas se determinado evento é provável. É se a empresa sobreviveria caso ele acontecesse.

Liquidez é uma opção estratégica

Depois de mais de três décadas trabalhando com Tesouraria, Finanças e Risk Management, talvez a conclusão mais importante seja também uma das mais simples: liquidez não deve ser administrada apenas quando falta.

Empresas fortes também enfrentam crises. Mercados fecham. Bancos mudam de opinião. Acionistas mudam. Preços de commodities disparam. Garantias deixam de ser aceitas. Eventos que pareciam improváveis podem se tornar realidade muito mais rapidamente do que os modelos financeiros normalmente supõem.

Quando isso acontece, caixa disponível, linhas de crédito, ativos financiáveis e relações de confiança com bancos e fornecedores não representam apenas recursos financeiros. Representam opções. E opções compram tempo.

Liquidez primeiro não significa que resultado, estratégia ou criação de valor sejam menos importantes. Significa reconhecer que, sem liquidez, talvez não exista tempo suficiente para realizar nenhum deles.

Referências

- [1] Fundo Monetário Internacional (IMF), Brazil: Memorandum of Economic Policies, 8 de março de 1999. Registra a mudança para câmbio flutuante em 15 de janeiro de 1999 e a forte depreciação subsequente do real.
- [2] Fundo Monetário Internacional (IMF), Brazil: Memorandum of Economic Policies, 12 de novembro de 1999. Discute as grandes saídas de capital no início de 1999 e a posterior reconstrução das linhas de crédito externas.
- [3] Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Report to Congress, 15 de julho de 2008. Descreve a forte alta das commodities e a deterioração das condições de liquidez e dos mercados financeiros no primeiro semestre de 2008.
- [4] Bank for International Settlements (BIS), The financial implications of volatile commodity markets, 2022. Analisa como chamadas de margem e collateral em derivativos de commodities podem consumir rapidamente liquidez de participantes comerciais.