

Finanças Corporativas e Valuation

Luiz Eduardo de Lima

Conteúdo

I	Finanças Corporativas	5
1	Visão Geral de Finanças Corporativas	7
1.1	O que são Finanças Corporativas?	8
1.2	Balanco Patrimonial	8
1.3	Visão geral das Finanças Corporativas	10
2	Maximizando o Valor	13
2.1	O Objetivo de um Negócio	13
2.2	Governança Corporativa	16
2.3	Conclusão	19
3	Riscos	21
3.1	Introdução ao Risco	21
3.2	Modelos de Risco x Retorno	21
3.3	Taxa Livre de Risco	21
3.4	Prêmio de Risco Patrimonial	21
4	Betas	23
4.1	Introdução ao Beta	23
4.2	Regressões e além	23
4.3	Determinantes do Beta	23
4.4	<i>Bottom-up</i> Betas	23
5	Custo de Capital Próprio e de Terceiros	25
6	Medindo Retorno	27
6.1	<i>Show me the Money</i>	27
6.2	Fluxo de Caixa Ponderado pelo Tempo	27

7	Análise de Investimento	29
7.1	Análise Patrimonial, Aquisições, VPL e TIR	29
7.2	Estudo de Caso: Lowe's Furniture	29
7.3	Fechamento de uma Análise de Investimentos	29
8	Estrutura de Capital	31
8.1	Trade-off entre Patrimônio e Dívida	31
8.2	Otimizando a Estrutura de Capital	31
8.3	O Retorno da Otimização	31
8.4	Abordagem para o Custo de Capital	31
8.5	Valor Presente Ajustado	31
8.6	Perfil da dívida	31
9	Dividendos	33
9.1	O Princípio dos Dividendos	33
9.2	Dividendos Potenciais	33
9.3	Retorno Efetivo	33
9.4	Confiança, Controle e Política de Dividendos	33
10	Valuation	35
11	Conclusão	37
II	Valuation	39

Parte I

Finanças Corporativas

Capítulo 1

Visão Geral de Finanças Corporativas

Introdução

Antes de começar com o capítulo vamos compreender o que são as Finanças Corporativas. O professor Damodaran define as Finanças Corporativas como todas as decisões que envolve dinheiro dentro da uma companhia, ou seja, tudo. Companhias precisam tomar decisões e em todas elas o dinheiro está envolvido.

As três principais decisões que as empresas precisam fazer são: **1) Investimentos**, em quais projetos investir e quanto dinheiro alocar; **2) Financeiras**, controle de gastos, tomar crédito, o equilíbrio ótimo entre dívida (capital de terceiros) e *equity* (capital dos acionistas/sócios); **3) Dividendos**, quanto e quando pagar dividendos aos sócios/acionistas.

O curso é aplicado e utilizaremos as seguintes empresas: Disney, Vale, Tata Motors, Baidu, Deutsche Bank e Bookscape. O professor Damodaran provavelmente utilizará o Excel, porém tentarei utilizar a linguagem Python, todos os códigos estarão disponíveis no Repositório no Github junto com as notas em L^AT_EX.

O curso exige três pré-requisitos: contabilidade, ser capaz de ler um demonstrativo; estatística, ser capaz de entender o que uma regressão significa; finanças, noções de risco e retorno, valor presente, etc. O professor tem todos esses cursos disponíveis em seu canal no youtube.

1.1 O que são Finanças Corporativas?

Como vimos anteriormente, mas agora com mais profundidade, toda atividade de um negócio está no escopo das finanças corporativas porque toda decisão dentro de um negócio envolve dinheiro e tem implicações financeiras. No final, as finanças corporativas nos ensinam a **como** um negócio deve funcionar, quais diretrizes e parâmetros usar na hora de uma decisão de negócio.

Desde o marketing até os recursos humanos, absolutamente tudo dentro de uma empresa tem uma consequência financeira. Compreender finanças corporativas ajudará a organizar a situação financeira das companhias e isso é refletido em seus setores.

1.2 Balanço Patrimonial

Há uma diferença entre como a contabilidade e as finanças corporativas enxergam um balanço patrimonial. De fato, o Balanço Patrimonial é demonstrativo muito importante e contabilmente é representado assim:

Ativo		Passivo	
Ativo circulante	Ativos de curto prazo, líquidos	Passivo circulante	Obrigações de curto prazo com terceiros
Ativo não-circulante	Ativos de longo prazo	Dívida	Obrigações com capital de terceiros
Investimentos e participações	Ativo Financeiro	Passivo não-circulante	Obrigações com terceiros de longo prazo
Intangível	Ativos não-físicos mas que geram valor	Patrimônio Líquido	Obrigações com acionistas

Para entender o balanço patrimonial assim precisamos ver ele da forma que os contadores vêem e como cada uma das contas é feita. O balanço patrimonial da contabilidade considera o **custo** dos ativos. Na perspectiva contábil isso faz sentido, porém, para as finanças corporativas, não. Quando analisamos uma empresa queremos saber o **valor** dos ativos.

Um exemplo crítico disso é como o ativo não-circulante é contabilizado. Suponha que você tem um equipamento de 15 anos, no balanço patrimonial ele é contabilizado como o preço pago pelo equipamento menos a depreciação, i.e., quanto esse equipamento deixa de "valer" a cada ano que passa. Qual o problema disso? E se esse ativo ainda gerar valor para a empresa?

E a inflação, como fica? O dinheiro desembolsado 15 anos atrás valia mais do que hoje, o aumento dos preços **apreciaria** o equipamento.

Para o ativo circulante não temos tanto problema assim, são ativos de curto prazo, com menos de 6 meses, então seu valor é mais próximo do que foi efetivamente pago.

Outro problema em como o balanço patrimonial é contabilizado são as participações. Como esse ativo é contabilizado depende do propósito da participação. Se estamos falando de *trading* a participação está ligado ao preço do mercado. Caso uma empresa tenha comprado R\$ 1.000.000,00 em participação como um **investimento estratégico** então o valor no Balanço Patrimonial é o o preço pago e não o atual, mesmo que sua participação naquela empresa valha, hoje, R\$ 10.000.000,00 ou mais.

Além desses, temos os ativos intangíveis. Hoje as empresas mais valiosas do mercado são de tecnologia, o ativo mais importante delas é sua marca. Porém dentro do intangível existe um problema gigantesco, o **patrimônio de marca**, ou, *goodwill* em inglês.

Esse ativo surge da compra de uma empresa por outra. Sabemos que uma empresa não é só ativo e passivo, existe toda uma base de cliente, relacionamento, reputação, tudo isso é intangível e difícil de ser mensurado. Porém, no processo de aquisição calcula-se o valor justo a ser pago pelos ativos e passivos, é feita a diferença entre o preço efetivamente pago e o patrimônio líquido justo.

Balance Sheets have this very unpleasant requirement, which is, they have to balance. Goodwill exists with one reason and one reason alone, to make the Balance Sheets balance.

A contabilidade tem um papel, gravar o histórico, ela não é uma ferramenta analítica. Tem suas regras que devem ser cegamente seguida pois é uma atividade que **deve** trabalhar dentro da legalidade.

Entender uma empresa como um contador não funciona para as finanças corporativas, esse é um campo totalmente orientado para o futuro. Por isso, precisamos pensar no balanço patrimonial assim:

Ativo		Passivo	
Ativos existentes	Investimentos existentes Geram fluxo de caixa hoje capital rotativo e de longo prazo	Dívida	Despesas fixas Impostos dedutíveis Data de maturidade fixa
Ativos de crescimento	Valor esperado de investimentos futuros	Equity	Obrigações perpétuas, Obrigação residual do fluxo de caixa

Ao analisar sua empresa eu não ligo se você investiu R\$ 50mi. no último ano, eu me importo com o quanto esse investimento gerará de retorno pra empresa e com a perspectiva de futuros investimento.

1.3 Visão geral das Finanças Corporativas

Como todo compo de estudo as Finanças Corporativas possuem um objeto dentro de um companhia, maximizar o valor da firma. Isso é básico, mas existem três princípios que regem as Finanças Corporativas para atingir seu objetivo.

Princípios Básicos:

1) Princípio do investimento: o primeiro princípio pode ser resumido em equilibrar o risco e o retorno dos projetos de investimento. O retorno, medido em fluxos de caixa e não em lucro líquido, deve ser maior do que a taxa mínima de retorno. Um fator importante é que quão mais arriscado um projeto, maior a taxa mínima.

2) Princípio das Finanças: esse princípio é simplificado pelo equiúbrío entre o uso de capital de terceiros (dívida) e de capital próprio (equity).

Essas são as duas formas de financiar os investimento mencionados antes, dívidas e equity, a proporção ótima entre essas duas fontes depende de diversas variáveis, estágio da empresa em seu ciclo de vida, cenário macroeconômico, perspectivas, etc. Mas, num geral, podemos dizer que a proporção entre capital próprio e de terceiros é aquela que minimiza a taxa mínima, ou seja, a proporção que torno os investimentos mais baratos.

Outro competência no escopo do princípio das finanças é que tipo de dívida tomar de acordo com a composição de seus ativos, prazo do investimentos, país em que a companhia está

sediada, etc.

3) Princípio dos dividendos: O terceiro e último princípio também é baseado em um equilíbrio, o equilíbrio entre quanto do fluxo de caixa residual deve ficar na companhia e quando deve ser pago aos acionistas.

Esse princípio depende quase que exclusivamente do estágio da companhia em seu ciclo de vida, se ela é uma start-up, não faz sentido pagar dividendos, afinal, os investimentos realizados por uma empresa de pequeno porte são, num geral, bem altos. Então, nesse caso a empresa vai segurar dinheiro no seu caixa para futuros investimentos.

Isso não ocorre com empresas de grande porte, são empresas maduras e que seus investimentos podem não compensar mais, nesse caso, o dinheiro remanescente do período deve ser transferido aos acionistas.

Existem duas formas de ocorrer essa transferência: 1) dividendos, o dinheiro do caixa é transferido diretamente ao sócio/acionistas, e 2) via *buybacks*, a companhia utiliza o dinheiro em caixa para recomprar as ações dos acionistas.

Características:

Além dos princípios que regem as finanças corporativas ela também tem suas características, são elas:

Senso Comum: os objetivos das finanças corporativas são simples e intuitivos, a grande mágica e dificuldade está nos modelos, porém, num geral, ela quer apenas uma coisa, tornar a empresa mais valiosa e todos sabemos qual caminho seguir, ter o máximo de retorno com o mínimo de custo e tomando pouco risco. Se um investimento te custa 10% e retorna apenas 9%, isso é um bom investimento? Uma dívida que custa 9% é melhor do que uma que custa 8%?

Foco: há apenas um objetivo, valor, a grande mágica reside em como gerar esse valor.

O foco muda de acordo com a maturidade do negócio: uma empresa nasce, cresce, consolida-se, estabiliza-se e decai. Como cada um dos princípios será regido depende disso. Se é uma empresa nova o investimento deve ser máximo e os dividendos mínimos, se é madura, investimentos necessários e dividendos máximos. Cada fase do negócio necessita de

uma gestão diferente.

Universal: todo negócio precisa investir, gerir suas finanças e pagar dividendos. O objeto é o mesmo para todo tipo de negócio. Seja um empresa de capital abertou ou não, isso não faz diferença na hora de investir, o custo de capital deve ser mínimo e o retorno máximo.

Violar os princípios tem um custo: cedo ou tarde a estratégia que viola os princípios se tornará insustentável e custará muito caro. Um movimento massivo e irracional assim pode levar a bolhas e crises econômicas.

Capítulo 2

Maximizando o Valor

"there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception fraud."

Milton Friedman

2.1 O Objetivo de um Negócio

Já sabemos que uma empresa precisa tomar decisões, mas o que rege essas decisões? O objetivo. Se um negócio não tem um objetivo a ser perseguido os gestores, se estamos falando de uma empresa de capital aberto, não tem um parâmetro para qual decisão tomar.

Escolhendo um Objetivo

Sabemos que no final o objetivo de uma empresa é lucrar. Mas no curto prazo existem outros objetivos, como aumentar o *marketshare*, tornar o negócio mais competitivo, etc.

Um objetivo ao ser escolhido determina quais projetos escolher, que tipo de dívida, entre outros. Ao mudar de objetivo todo (ou grande parte) do processo de decisão altera-se.

Dessa perspectiva parece que um negócio só pode escolher um único objetivo, mas isso

não é verdade, existem objetivos complementares, outros são conflitantes. Se dois ou mais objetivos forem escolhidos então um deve ser prioritário, pois os dois tendo o mesmo peso pode tornar o processo de decisão conflitante.

Para evitar esse tipo de confusão são instituídas algumas regras para a determinação dos objetivos de um negócio.

1) Não-ambiguidades: um objetivo deve ser claro e específico. O objetivo de crescer no longo prazo é ambíguo. Crescer o que? O que é longo prazo?

2) Mensurabilidade: se existe um objetivo precisamos ser capazes de mensurar suas variáveis para conseguirmos dizer se ele foi alcançado ou não.

3) Sem externalidades negativas: todo negócio tem um impacto na sociedade, alguns positivos, outros negativos. Na microeconomia chamamos esse impacto de **externalidades**¹. Se para alcançar seu objetivo um projeto da empresa implica em custo social esse deve ser internalizado por ela.

O Objetivo Clássico

Friedman, em um artigo de 1970 para o New York Times² defende a ideia de que um negócio não tem responsabilidade social. Nessas palavras parece controverso, mas a ideia central do artigo é que um negócio não tem responsabilidades em si porque apenas pessoas possuem responsabilidades.

Uma corporação é um agente fictício, corporações não agem, os indivíduos que a compõem, sim. Dentro da economia isso é chamado de **Individualismo Metodológico**³.

Com isso considerado considere que a responsabilidade social recaia sobre o executivo da companhia. E enquanto indivíduo pode apoiar todas as causas da responsabilidade social e inclusive apoiá-las com seu capital, mas enquanto exerce seu papel de executivo ele lida com dinheiro dos acionistas.

Assim, na visão de Friedman, única responsabilidade de um negócio é lucrar, em outras

¹Entenda o que são externalidades, por Gabriel Ferraz

²A Friedman doctrine- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits

³Individualismo Metodológico - Tradução por Gabriel Ferraz

palavras, deixar seus donos mais ricos. Uma das maneiras de fazer isso é tornar as ações da empresa mais valiosas.

Os motivos para olhar para o preço das ações são três: 1) instantaneamente observáveis, diferente de outros indicadores os gestores recebem um feedback instantâneo de suas decisões ao observar o preço das ações; 2) os mercados são eficientes, a Hipótese dos Mercados Eficientes diz que como os agentes são racionais ⁴ o preço de uma ação reflete as informações disponíveis de forma eficiente, ou seja, o preço da ação está sempre certo; 3) as respostas imediatas do mercado de ações são ótimas ferramentas para testar empiricamente quais projetos e como financia-los.

Maximizando o Preço das Ações: Cenário Ótimo

Uma companhia, representada pelos gestores, relaciona-se com agentes externo a si, são eles, credores, acionistas, a sociedade e o mercado financeiros. Existe um cenário ideal onde cada uma dessas relação está bem estabelecida.

1) Relação gestor x acionistas: no cenário ideal os gestores agem apenas de acordo com os interesses dos acionistas. Não por bondade nem nada disso, mas sim porque os acionistas possuem poder sobre os gestores, podendo contratá-los e demití-los quando quiserem.

2) Relação credor x gestor: os credores fornecem capital para os gestores esperando receber o montante mais os juros. Na relação ideal entre ele isso de fato acontece, o gestor pega o montante emprestado e retorna-o somado aos juros para o credor dentro do período acordado em contrato.

3) Relação gestor x mercado financeiro: o gestor garante transparência, confiança e credibilidade para o mercado financeiro em troca o mercado, pela hipótese dos mercados eficientes, reflete suas expectativas no preço das ações.

4) Relação gestor x sociedade: não existem benefícios ou custos sociais, todo custo gerado pela atividade da empresa é absorvido por ela e todo benefício social está incorporado no preço.

⁴A racionalidade dentro da economia tem um significado completamente diferente do senso comum. Para compreender melhor leia:

Maximizando o Preço das Ação: Realidade

O cenário anterior é bem irreal, mas não é inútil. O valor de cenários ideais é servir de parâmetro comparativo para o que temos de fato. Como olharia para as relações como são de fato e diria "mas não deveria ser assim" se você não tivesse um cenário ótimo em mente?

1) Relação gestor x acionistas: na realidade o gestor tem seus interesses e os coloca a frente dos dos acionistas, é comum ver empresas que mal dão lucro com altas remunerações para os executivos. Fora isso, os acionistas não possuem plenos poderes sobre os gestores.

2) Relação gestor x credores: apesar de que há uma promessa de pagamento do montante emprestado somado ao juros acordado não é bem assim que ocorre, O mercado de crédito é cheio de incertezas e isso sempre leva um aumento das taxas de juros. Quão mais arriscado é emprestar para uma empresa maior o prêmio de risco que exige para o empréstimo. Para os credores há o risco do calote, conhecido também como **default**.

1) Relação gestor x mercado financeiro: apesar de haver a promessa de transparência e confiança não é bem assim que as coisas funcionam. Não é de hoje que empresas mascaram dívidas, manipulam o lucro, etc. Mas supondo que a relação é transparente ainda há problema, existe um delay entre o fato ocorrido e chegada da informação pro mercado. Isso e outros fatores fazem do mercado acionário bem mais volátil

1) Relação gestor x sociedade: a ação da empresa na sociedade não implica em custos apenas para ela, mas para terceiros. Uma companhia de fretes inflige nosso bem estar ao emitir carbono que polui o ar que respiramos. Isso é um exemplo clássico.

Caso deseje compreender melhor o problema nas relações das partes com os gestores recomendo que estude sobre o modelo Principal-Agente.⁵

2.2 Governança Corporativa

De todos os problemas descritos anteriormente o mais relevante para o nosso estudo é como os gestores relacionam-se com os acionistas.

Para as Finanças Corporativas a **governança corporativa** é de suma importância, no ce-

⁵Caso não tenha um *background* matemático recomendo o Microeconomia, por Pindyck e Rubinfeld, se tem boas noções de cálculo veja o capítulo sobre o assunto em *Microeconomic Theory*, por Nicholson e Snyder.

nário ideal, como já discutimos, os gestores representam os interesses dos acionistas, mas sabemos que não é bem assim. Entender a estrutura do governança de uma empresa permite que entendamos como os interesses dos gestores são postos acima dos dos sócios.

Reunião Anual

Toda empresa de capital aberto possui uma reunião anual onde os socios votam no conselho administrativo. Infelizmente, a maioria dos sócios minoritários abstém-se de votar por achar que a participação deles não faz diferença.

Investidores institucionais, que possuem um grande número de ações, quando insatisfeito com a gestão "*vote with their feet*", vendem suas ações e vão embora. A outra parte dos grandes acionistas é mais ativa e pressiona a gestão para que representem seus interesses.

Conselho Administrativo

O conselho administrativo tem o papel de gerir a companhia. Geralmente são eleitos e, em tese, atuam segundo o interesse dos acionistas.

Já discutimos o problema que temos nessa relação diretores-acionistas. Saber que existe não é o suficiente, os fatores responsáveis por diluir a responsabilidade dos acionistas são:

- 1) A maioria dos gestores não dedica-se 100% à empresa, alguns por serem membros do conselho de outras companhias, outros por compromissos variados.
- 2) Os que conseguem dedicar-se à empresa pecam em expertise na gestão. Alguns apoiam-se nos gerentes de área e até mesmo especialistas de fora da companhia.
- 3) Em boa parte das companhias os gestores são indicados pelo CEO (que comumente é o presidente) e não ousam questionar suas decisões.
- 4) Os diretores não possuem um número relevante de ações da companhia, portanto, não se importam realmente se o preço das ações caem ou não.
- 5) Nos Estados Unidos o CEO, normalmente, também é o presidente da companhia. Isso é menos comum em outras partes do mundo.

A soma desses fatores é o caminho pelo qual o interesse dos acionistas é deixado de lado no processo de decisão de uma companhia. O CEO ser o presidente da empresa e ainda ter todo o poder coercitivo para garantir o apoio dos outros membros do conselho é uma grande falha na governança.

Apesar de todos esses problemas os EUA é o país onde os acionistas mais são capazes de pressionar os diretores. A capacidade de exercer poder é ainda menos em outras partes do mundo.

Quadro Societário

O quadro societário de uma companhia é composto por todos aqueles que detém parte da empresa.

a. Direito ao voto: nos Estados Unidos todo indivíduo que possui uma ação tem direito à um voto. O que não é verdade no nosso caso, no Brasil e em outros países da América Latina, temos dois tipos de ações: 1) ordinárias, possuem direito ao voto, e as 2) preferenciais, não possuem direito ao voto, mas o ganho dele com dividendos é maior.

b. Fundadores e sócios: em companhias novas é comum que o fundador detenha a maior parte das ações. Os sócios podem ser internos, normalmente os diretores possuem um número grande de ações, enquanto os externos podem ser institucionais ou minoritários.

c. Investidores passivos e ativos: essa é uma divisão mais válida para os investidores institucionais. Os investidores passivos são aqueles que tendem a fazer o *"vote with their feet"* quando a gestão é precária, normalmente fundos mútuos e de pensão

Os investidores ativos são os hedge funds e private equity funds que monitoram os diretores da empresa. A presença desses sócios é um bom sinal inclusive para os investidores minoritários.

d. Investidores com múltiplos interesses: nem sempre os sócios querem o aumento do valor de suas ações. Apesar de ser estranho a primeira vista é algo recorrente. Um exemplo são as estatais, se é uma estatal então o governo detém mais de 50% das ações da empresa e aqui há um conflito.

Sendo o governo provavelmente quer arrecadar mais, porém sendo um sócio da empresa quer que o preço das ações suba. Então o governo, enquanto acionista, deve ponderar seus

interesses.

3. Outras empresas como sócias: não é raro ver empresas que possuam ações de outras, seja por terem setores diretamente conectados, seja por questões estratégicas.

Nas palavras do professor Damodaran:

In summary, corporate governance is likely to be strongest in companies that have only one class of shares, limited cross holdings and a large activist investor base and weakest in companies that have shares with different voting rights, extensive cross holdings and/or a predominantly passive investor base.

6

2.3 Conclusão

⁶Em resumo, a governança corporativa provavelmente será mais forte em empresas que têm apenas uma classe de ações, participações cruzadas limitadas e uma grande base de investidores ativistas e a mais fraca em empresas que possuem ações com diferentes direitos de voto, extensas participações cruzadas e/ou uma base de investidores predominantemente passiva.

Capítulo 3

Riscos

3.1 Introdução ao Risco

3.2 Modelos de Risco x Retorno

3.3 Taxa Livre de Risco

3.4 Prêmio de Risco Patrimonial

Capítulo 4

Betas

4.1 Introdução ao Beta

4.2 Regressões e além

4.3 Determinantes do Beta

4.4 *Bottom-up* Betas

Capítulo 5

Custo de Capital Próprio e de Terceiros

Capítulo 6

Medindo Retorno

6.1 *Show me the Money*

6.2 Fluxo de Caixa Ponderado pelo Tempo

Capítulo 7

Análise de Investimento

7.1 Análise Patrimonial, Aquisições, VPL e TIR

7.2 Estudo de Caso: Lowe's Furniture

7.3 Fechamento de uma Análise de Investimentos

Capítulo 8

Estrutura de Capital

8.1 Trade-off entre Patrimônio e Dívida

8.2 Otimizando a Estrutura de Capital

8.3 O Retorno da Otimização

8.4 Abordagem para o Custo de Capital

8.5 Valor Presente Ajustado

8.6 Perfil da dívida

Capítulo 9

Dividendos

9.1 O Princípio dos Dividendos

9.2 Dividendos Potenciais

9.3 Retorno Efetivo

9.4 Confiança, Controle e Política de Dividendos

Capítulo 10

Valuation

Capítulo 11

Conclusão

Parte II

Valuation

