

## Capítulo 15 - Criação de valor para conselheiros de administração

Rodrigo Zeidan

Michel Fleuriet

Rodrigo Zeidan é professor de Economia e Finanças da Fundação Dom Cabral e *visiting professor* na Nottingham University Business School China e Copenhagen Business School. Tem publicações em periódicos internacionais de destaque, tais como *Journal of Business Ethics*, *Economic Letters*, *European Journal of Health Economics*, *Applied Financial Economics* e *Review of Industrial Organization*. É consultor e ministra diversos cursos de educação para executivos em empresas de médio e grande porte, com destaque para Johnson&Johnson, Petrobras, Vale, Grupo Queiroz Galvão, SESI/AM e Kraft Foods, além de instituições públicas como o SEFAZ/CE e TCE/MG. Seus projetos de pesquisa atuais relacionam gestão de risco, Governança Corporativa e sustentabilidade.

Michel Fleuriet tem uma carreira acadêmica e corporativa de destaque. Foi professor da HEC, uma das melhores escolas de negócio do mundo, e trabalhou em diversos bancos de investimento, tendo sido presidente do Chase Manhattan Bank, do Merrill Lynch e do HSBC na França. Ele também lecionou na Wharton, na Fundação Dom Cabral (da qual foi um dos fundadores) e na Universidade Paris Dauphine, onde foi fundador e codiretor do Mestrado em Investment Banking. Ele também foi membro do Conselho de Administração da NYSE Euronext Paris. É coautor do livro *A dinâmica financeira das empresas brasileiras* e autor de *Investment banking explained* e *Un banquier se rebelle, réponses à vingt-cinq idées reçues*.

### Resumo

Este capítulo mostra como é o processo de criação de valor em empresas de capital aberto ou fechado. A criação de valor no longo prazo depende de três variáveis: retorno sobre capital investido (ROIC), crescimento do ativo econômico ( $g$ ) e custo de capital (WACC).

De um ponto de vista financeiro, a empresa é uma carteira de ativos (necessidade de capital de giro – NCG e ativos de longo prazo) financiada por um conjunto de capital próprio e de capital de terceiros (empréstimos de longo prazo menos o saldo de tesouraria).

O papel do conselheiro é entender como a empresa gera valor econômico no longo prazo para relacioná-lo com as outras áreas da companhia. O objetivo deste capítulo é mostrar a relação

entre **ROIC** e **g** como fontes de criação de valor, além de apresentar a relevância do custo de capital para o crescimento dos resultados da empresa no longo prazo. Esse foco na perenidade da empresa é algo que, muitas vezes, é desconsiderado em análises de curto prazo e manter uma relação equilibrada entre **ROIC**, **g** e **WACC** representa a possibilidade de sucesso empresarial que beneficia não somente a empresa como toda a sociedade, desde que acompanhada pela responsabilidade corporativa.

*Palavras-chave: Fluxo de caixa livre para os acionistas (FCA). NCG. Fluxo de caixa operacional livre. ROIC. WACC. Ativo econômico. Criação de valor.*

## 15.1 Introdução

Como conselheiros de administração podem ter certeza de que a sua empresa cria valor no longo prazo e como mensurar esse valor? A criação de valor em longo prazo pode ir contra o lucro de curto prazo. Como fazer *trade-offs* entre criar valor em longo prazo e lucros de curto prazo? Os princípios orientadores da criação de valor permitem responder a estas perguntas.

Com esse conhecimento, os conselheiros de administração podem tomar melhores decisões estratégicas e operacionais. Da mesma forma, esse conhecimento pode auxiliar conselheiros de administração a calcular os riscos e retornos dos investimentos com maior confiança.

O objetivo deste capítulo é apresentar, de forma sucinta e clara, os princípios de criação de valor que são utilizados para medir o retorno dos acionistas em empresas de capital fechado e aberto.

## 15.2 Os princípios orientadores da criação de valor

O valor gerado em uma empresa em um período de tempo é a diferença entre as entradas e as saídas de caixa durante esse período, ajustada para o valor do tempo e o grau de risco. Empresas criam valor para os seus acionistas quando investem dinheiro, agora, para gerar mais dinheiro no futuro. Ao fazê-lo, geram mais fluxo de caixa no futuro, ao custo de menos fluxo de caixa hoje.

Chamamos de fluxo de caixa livre para os acionistas (FCA), em inglês, *free cash flow to equity*, o fluxo de caixa que sobra na empresa depois de todos os usos operacionais de

caixa e as atividades de financiamento. De forma intuitiva, o FCA mede o fluxo de caixa depois de impostos, investimentos e pagamento de dívidas, ou seja, o que realmente excede para que os acionistas possam ser remunerados. Ativos financeiros são comprados pela sua capacidade de gerar um caixa que alguém espera receber no futuro. Os acionistas investem na empresa para ter uma remuneração: dividendos, venda das ações e recompra eventual de ações pela empresa.

Normalmente, considera-se que o acionista é remunerado pelos dividendos. É muito comum a ideia de que a empresa deve pagar dividendos somente quando tem lucro. Vamos pegar o exemplo de uma empresa que tem a raiz da palavra “valor” no seu nome. Para a Vale (2013), “o dividendo é a divisão dos lucros de uma empresa entre seus acionistas, após os descontos de imposto de renda e contribuição social. Quando uma empresa obtém lucro, ela deve entregar uma parte desse lucro aos seus acionistas”. Isso está errado.

Os dividendos pagos aos acionistas são pagos com o caixa da empresa. A empresa pode ter mais caixa do que lucro... ou menos. Esse pagamento depende do fluxo de caixa da empresa. A medida do fluxo de caixa livre para dividendos deve ser feita somente após o pagamento de dívidas, os reinvestimentos e as necessidades operacionais, o que chamamos de fluxo de caixa livre do acionista (*free cash flow to equity*). O fluxo de caixa livre do acionista (FCA) é o dividendo potencial que os gestores poderiam pagar aos investidores. É esse fluxo de caixa que representa, no final das contas, o que é passível de ser distribuído aos acionistas, e não o lucro líquido.

Mas podemos ver que a Vale, assim como a maioria das empresas de capital aberto, não paga aos acionistas esse dividendo potencial. A diferença entre o FCA e os dividendos que são efetivamente pagos acumula-se no saldo de tesouraria<sup>1</sup>. Não é segredo que muitas empresas possuem muito mais caixa hoje do que antes da crise financeira de 2008. Nos EUA, baseado em dados de Lynn (2013), as empresas do Standard & Poor’s (S&P) 500 (na verdade, 432 empresas não financeiras) tinham, coletivamente, mais de US\$1.2 trilhões em caixa e equivalentes. Empresas com pouco caixa têm menos controle sobre o seu futuro, porque estão expostas a forças de mercado e têm maior risco dos seus resultados não estarem adequados às expectativas. Empresas com muito caixa são mais sólidas e podem aproveitar melhores oportunidades de crescimento, seja via investimentos ou

---

<sup>1</sup> O leitor que queria familiarizar-se com os conceitos de “saldo de tesouraria” ou “necessidade de capital de giro” pode acessar o sítio do Modelo dinâmico. Disponível em: <[www.modelo-fleuriet.com](http://www.modelo-fleuriet.com)>.

aquisições. Contudo, se não o fazem, acabam por deixar caixa parado com baixíssimos rendimentos. A questão central é que o excesso de caixa é dos acionistas e se as empresas não têm perspectiva de utilização, acabam por destruir o valor deles.

A empresa pode pagar um dividendo potencial igual ao fluxo de caixa livre do acionista, mais a variação do saldo de tesouraria.

### 15.3 Como calcular o FCA?

O FCA é a diferença entre as entradas e as saídas de caixa num período (mês, trimestre, semestre, ano...). A origem dos fluxos de caixa operacionais é o Ebitda.

O Ebitda é o principal conceito de resultado operacional, pois revela o que as operações da empresa conseguem gerar de caixa – é a diferença entre as receitas e os custos fixos e variáveis de produção (excluída depreciação). Do Ebitda, devemos deduzir o Imposto de Renda (IR) e a Contribuição Social Sobre Lucro Líquido (CSLL), para aproximar-se do fluxo de caixa líquido. Contudo, a empresa também deve alocar recursos para que possa continuar operando, se houver mudança na necessidade de capital de giro (NCG)<sup>2</sup>.

Definimos que a NCG permite incorporar na avaliação a quantidade de recursos utilizados para suportar o crescimento do volume de negócios. Dessa forma, um resultado elevado obtido por meio do aumento das vendas, alavancado por uma política de crédito que produza um aumento relevante no contas a receber de clientes, poderá se revelar não tão interessante quando todas as suas consequências são consideradas. Isso significa que para termos uma visão mais realista do fluxo de caixa produzido pelas operações, precisamos deduzir do Ebitda a variação da NCG no período (caso a variação da NCG seja negativa, o seu valor devera ser somado).

$$\text{FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL} = \text{EBITDA} - \text{IR\&CSLL} - \Delta\text{NCG}$$

Precisamos também deduzir as inversões de capital como os equipamentos e ativos adquiridos durante o período, menos os desinvestimentos. As inversões de capital são medidas pela variação do ativo não circulante bruto nos balanços (final do período menos início do período).

Normalmente, atividades de investimentos são positivas e é, então, um item de “saída de dinheiro”, porque o dinheiro é usado para comprar novos equipamentos, prédios ou ativos

---

<sup>2</sup> Para a definição, veja o sítio Modelo Dinâmico. Disponível em: <[www.modelo-fleuriet.com](http://www.modelo-fleuriet.com)>.

financeiros, como títulos mobiliários numa subsidiária. Entretanto, um desinvestimento, por exemplo, quando uma empresa aliena um ativo, é considerado “entrada de dinheiro” e entra negativamente no cálculo das atividades de investimentos líquidos.

O Fluxo de Caixa Operacional Livre (FCOL) é a diferença entre o fluxo de caixa operacional e as inversões de capital. Podemos dividir as inversões de capital em duas partes: investimentos de manutenção e investimento de expansão. Investimentos de manutenção são investimentos que a empresa tem que fazer para continuar operando de forma a manter sua capacidade produtiva.

Podemos esperar que o valor dos investimentos de manutenção seja igual ao total da depreciação do período. Em outras palavras, a empresa deve repor equipamentos que estejam envelhecendo, por exemplo, de forma a não ficar defasada em relação ao mercado. Os investimentos de expansão, ou CAPEX (*capital expenditures*, em inglês) são aqueles necessários para que o Ebitda cresça no longo prazo. Depois de alguns cálculos aritméticos, mostramos que:

FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL LIVRE (FCOL)

(=) LUCRO OPERACIONAL – IR&CSLL – VARIAÇÃO DA NCG - CAPEX

Vamos chamar de reinvestimento a parte do lucro operacional que a empresa quer ou tem que reinvestir no NCG e em CAPEX.

REINVESTIMENTO = VARIAÇÃO da NCG (+) CAPEX.

Definimos a taxa de reinvestimento como o percentual do lucro operacional após impostos, que a empresa vá reinvestir.

FCOL= LOP APÓS IMPOSTOS (1 – TR)

O percentual TR pode ser maior ou menor que 100% em um período, mas não pode ser maior que 100% continuamente. Como podemos determinar a TR?

Para isso, devemos usar dois conceitos importantes do Modelo Dinâmico, o ativo econômico e o ROIC. O ativo econômico (AE) é a soma do ativo não circulante (ANC) e

da necessidade de capital de giro (NCG). O ROIC é o quociente do LOP após o IR sobre o ativo econômico (ANC+NCG) do início do período.

Assim, a taxa de reinvestimento TR é igual à relação entre a taxa de crescimento do ativo econômico, g, e o ROIC:

$$TR = g / ROIC$$

$$FCOL = LOP \text{ APÓS IMPOSTOS } (1 - g / ROIC)$$

Afirmamos antes que a TR não pode ser maior que 100% continuamente. Isso é a mesma coisa que afirmar que a taxa de crescimento do ativo econômico (g) não pode ser maior que ROIC continuamente. Um tipo de “efeito tesoura” acontece quando a taxa de crescimento do Ativo Econômico é maior que o ROIC.

O fluxo de caixa livre é o que sobra do lucro operacional após a empresa reinvestir uma porcentagem para o ano seguinte. Essa porcentagem é igual ao crescimento esperado para o próximo ano (em porcentagem), dividido pelo ROIC. Se a taxa de crescimento da empresa for maior do que o ROIC, ela terá que investir mais do que seu lucro operacional no crescimento para o ano seguinte. Ou seja, a companhia vai precisar de financiamento externo.

No ano seguinte, se o crescimento continuar o mesmo e o ROIC não melhorar, terá de pedir empréstimo de uma quantia ainda maior, não apenas para financiar o reinvestimento necessário, mas também para pagar os custos do financiamento externo do ano anterior. Esse é o típico efeito tesoura.

Para evitar esse efeito tesoura e manter a sustentabilidade da empresa, a taxa de crescimento deve ser menor que o ROIC, para ser sustentável.

O fluxo de caixa livre para os acionistas é o que sobra da margem operacional, após uma porcentagem ser reinvestida para financiar os investimentos da empresa e após o pagamento de juros e amortizações. Ou seja, o fluxo de caixa livre é aquele que pode ir para o bolso dos acionistas após a empresa cumprir suas obrigações com os credores e separar recursos para financiar suas necessidades de investimento. Quanto mais alta for essa margem e mais curto for o ciclo financeiro, e mais alto foi o ROIC, mais a empresa poderá crescer sustentavelmente.

## 15.4 Os *drivers* da criação de valor

Agora que mostramos que o ROIC e o crescimento são os maiores determinantes do fluxo de caixa, podemos dar um passo além e desenvolver uma simples fórmula que captura a essência do processo de *valuation* de uma empresa.

Sabemos que:

$$\text{FCOL APÓS IMPOSTO} = \text{LOP APÓS IMPOSTOS} (1 - g/\text{ROIC}).$$

Presumimos que, no longo prazo, o LOP após impostos da empresa cresce de maneira constante à taxa  $g$ , e que a empresa investe a mesma proporção do seu LOP APÓS IMPOSTOS todo ano, o que significa que FCOL cresce de maneira constante.

Já que o fluxo de caixa da empresa vai crescer a uma taxa constante, podemos avaliar o valor da empresa por uma fórmula de perpetuidade do fluxo de caixa. O valor empresarial determinado aqui inclui o capital de terceiros.

$$\text{Valor} = \text{FCOL APÓS IMPOSTO}_{t=1} / [\text{WACC}-g]$$

WACC é composto de duas partes: o prêmio pela paciência, isto é, o tempo para esperar os fluxos futuros, acrescido do prêmio de risco, ou seja, o preço cobrado pelos investidores para suportar o risco de que os fluxos futuros podem diferir do que eles esperam, quando fazem o investimento.

A fórmula de perpetuidade funciona se, e somente se, o WACC for maior do que o  $g$ . Temos outra condição sobre  $g$  para criação de valor: o  $g$  deve ser também menor que o ROIC. Essas condições são normalmente satisfeitas, mas há casos de empresas que crescem muito rapidamente ou apresentam margens baixas e que, portanto, podem não gerar valor, mesmo com rápido crescimento.

O próximo passo é definir  $\text{FCOL APÓS IMPOSTO}_{t=1}$ , definido como  $\text{FCOL APÓS IMPOSTO} = \text{LOP APÓS IMPOSTOS} (1 - g/\text{ROIC})$ .

Assim,

$$\text{Valor} = \text{LOP APÓS IMPOSTO}_{t=1} \times (1 - g/\text{ROIC}) / [\text{WACC}-g]$$

Os *drivers* operacionais do Valor são três:  $g$ , ROIC e WACC.

A relação entre ROIC e  $g$  parece contraintuitiva, porque há casos em que o alto crescimento nas vendas não é sustentável, já que destrói valor. Podemos considerar o seguinte exemplo: uma empresa apresenta LOP de R\$10 milhões por ano, com quatro cenários de  $g$  possíveis (5%-10%-15%-20%) e três possibilidades de ROIC (10%-20%-30%). A Tabela 15.1 a seguir mostra o fluxo de caixa (positivo ou negativo) que resulta da combinação desses parâmetros.

A maior taxa de crescimento (20%) com menor ROIC (10%) destrói valor. Essa combinação faz com que a empresa tenha que levantar R\$ 10 milhões de financiamento de curto (perigoso) ou de longo prazo, ou então buscar recursos com os sócios. A empresa deveria crescer rapidamente se, e somente se, a alta taxa de crescimento acontecesse com um ROIC elevado, ou fosse capaz de aumentá-lo, para cerca de 20%. Com ROIC = 20%, a empresa pode crescer a 20% sem nenhum recurso externo, pois absorve todo o fluxo de caixa criado. Mas não vai gerar fluxo de caixa livre para os acionistas ou pagamento de dívidas!

Tabela 15.1 – Geração de caixa com diferentes ROIC e taxas de crescimento ( $g$ )

	ROIC		
$g$	10%	20%	30%
20%	-10 000 000	0	3 333 333
15%	-5 000 000	2 500 000	5 000 000
10%	0	5 000 000	6 666 667
5%	5 000 000	7 500 000	8 333 333

No caso de um ROIC de 20% e um crescimento projetado de 5%, a empresa precisaria reinvestir R\$ 2,5 milhões dos R\$ 10 milhões do LOP para continuar crescendo a essa taxa. Isso deixaria R\$ 7,5 milhões livres para fazer mais investimentos, pagar impostos e dívidas e retornar valores aos acionistas da empresa. Mas encontrar oportunidades de investimento constantes não é fácil, em qualquer setor da economia. Se o ROIC é de 20%, a empresa deveria aumentar seu AE e sua receita em 20% ao ano para absorver todo o fluxo de caixa. A empresa estaria numa ótima situação, mas sem muitas opções, a não ser diminuir o endividamento e devolver quantias substanciais aos acionistas.

O crescimento das vendas causa não apenas um efeito direto sobre a margem operacional, como também um efeito negativo no fluxo de caixa livre, se exceder o ROIC.



Quando o ROIC de uma empresa é alto, o crescimento normalmente gera valor adicional. Mas se o ROIC da empresa é baixo, gestores podem criar mais valor buscando aumentar o ROIC do que perseguindo estratégias de crescimento. Em um artigo de 2011, Bing Cao, Bin Jiang e Timothy Koller, da consultoria McKinsey, mostraram que a maioria das empresas com altos múltiplos de preço/lucro, ou seja, valorizadas pelo Mercado, tinham ROIC alto e  $g$  pequeno. Isso sugere que, diferente do senso comum, os investidores reconhecem os retornos antecipados de empresas com fortes ROIC (e estão dispostos a pagar mais por isso), mesmo com baixas perspectivas de crescimento. Isso não significa que o crescimento não é desejável, mas sim que não deve ser buscado a qualquer custo.

Por exemplo:

1) Introduzir novas linhas de produtos no mercado pode aumentar vendas e crescimento  $g$ , mas também pode reduzir ROIC por causa de maior NCG e / ou CAPEX, assim como o desenvolvimento de novos produtos também pode reduzir as margens e reduzir o ROIC. Ainda, a empresa pode adicionar novos produtos a sua rede de fábricas e de distribuição existente, sem aumentar muito o ativo econômico (AE), resultando no aumento do ROIC via economias de escala e escopo.

2) Expandir em um mercado já existente aumentará  $g$ , por vezes, sem aumentar ROIC, o que é ótimo, se ROIC for maior do que  $g$ . Contudo, essa expansão pode diminuir a margem se a empresa está competindo em um mercado estável.

3 ) Adquirir empresas. Aquisições criam valor somente quando os fluxos de caixa das duas empresas combinados aumentam devido à redução de custos, aumento de vendas ou melhor utilização do ativo econômico.

O princípio orientador da criação de valor é que a diferença entre o retorno sobre o capital investido (ROIC) e o crescimento gera valor, e que o valor será tão maior quanto for a diferença entre o ROIC e o custo do capital (WACC).

## **15.5 Os *drivers* operacionais da criação de Valor**

### **15.5.1 ROIC – $g$**

O primeiro princípio orientador da criação de valor é que a diferença entre o retorno sobre o capital investido (ROIC) e crescimento ( $g$ ) gera valor. Ou seja, o  $g$  deve ser menor que o ROIC.

O livro de economia que tomou o mundo de assalto em 2014, *O Capital no Século XXI*, escrito pelo economista francês Thomas Piketty, baseia-se nos mesmos princípios orientadores. Como regra geral, a riqueza e a desigualdade crescem mais rápido quando a taxa de retorno do capital é maior que a produção econômica, explica ele, um conceito que ele capta na expressão  $r > g$  (em que  $r$  é a taxa de retorno do capital (nosso ROIC) e  $g$  a taxa de crescimento econômico).

*Ceteris paribus*, o crescimento econômico mais rápido diminuirá a importância da riqueza em uma sociedade, ao passo que um crescimento mais lento vai aumentá-la (e a alteração demográfica, que retarda o crescimento global vai tornar o capital ainda mais dominante). Mas isso significa que a desigualdade é prejudicial para o tecido social? Na verdade não. O verdadeiro problema sobre o qual a política nacional deve concentrar-se, então, não é a desigualdade, mas a pobreza.

Da mesma forma, o princípio da criação de valor para acionistas é prejudicial para as outras partes interessadas (*stakeholders*)? A ideia, sugerida pela primeira vez pelo economista italiano Vilfredo Pareto, e, muitas vezes referido como o princípio de Pareto<sup>3</sup>, afirma que a mudança é boa se torna alguém melhor sem fazer com que qualquer outra pessoa fique em situação pior. Ou seja, a busca de valor é pareto-eficiente se não deixa os outros *stakeholders* em situação pior.

Para a maioria das empresas de qualquer lugar do mundo, buscar a criação de valor no longo prazo para os acionistas, não deixa os *stakeholders* em pior situação. Gostaríamos de ir mais longe e afirmar que as empresas dedicadas à criação de valor são mais sólidas e ajudam a construir economias mais fortes, padrões de vida mais elevados e mais oportunidades para os indivíduos, desde que o ambiente institucional permita esse crescimento e limite os excessos do mercado.

Considere os funcionários. Uma empresa que tenta aumentar o ROIC, proporcionando um ambiente de trabalho ruim, com funcionários insuficientes e mal pagos, economizando sobre custos operacionais, vai ter dificuldade em atrair e reter funcionários de alta qualidade. Com a força de trabalho mais móvel e mais educada de hoje, essa empresa teria

---

<sup>3</sup> Sobre eficiência de Pareto, ver, por exemplo: POSSAS, M. L. Eficiência seletiva: uma perspectiva neo-schumpeteriana evolucionária sobre questões econômicas normativas. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 1, p. 93, 2004.

dificuldades no longo prazo em relação aos concorrentes que venham a oferecer ambientes de trabalho mais atraentes.

Empresas que criam valor também geram mais postos de trabalho. Ao examinar a quantidade de empregos gerada por empresas privadas norte-americanas, McKinsey et al (2010)<sup>4</sup> constataram que as empresas com maior retorno aos acionistas (*total shareholder return* – TRS) também foram as que mais contrataram e essa correlação era válida para todos os setores da economia.

Uma preocupação expressa, muitas vezes, é que as empresas que enfatizam a criação de valor para os acionistas têm um horizonte de tempo curto, concentrando-se excessivamente no lucro contábil, ao invés do crescimento da receita e retorno sobre o capital investido. O relatório da McKinsey também encontrou uma forte correlação positiva entre os retornos dos acionistas de longo prazo e os investimentos em pesquisa e desenvolvimento. A evidência suporta também o corolário de que as empresas que não conseguem criar valor no longo prazo apresentam menor valorização no preço das suas ações. Criação de valor não é uma panaceia para as empresas e a sociedade, mas sem valor no longo prazo as empresas não conseguem crescer ou se desenvolver.

#### 15.5.2 Como calcular o WACC em empresas de capital fechado.

Para determinar o WACC em situações reais a única variável difícil de ser mensurada é o custo do capital próprio. O custo de capital de terceiros é uma informação fácil de ser extraída, pois o setor financeiro da empresa sabe o quanto paga de juros em cima das suas linhas de crédito.

Os percentuais de capital próprio e de terceiros também são facilmente extraídos dos demonstrativos contábeis da empresa.

Em empresas de capital aberto o WACC é obtido por meio do *capital asset pricing model* (CAPM). Nesse modelo  $K_e$  é obtido por meio da estimação de um prêmio de risco, que compara a taxa de juros livre de risco e o prêmio de risco do mercado como um todo. A fórmula é dada por:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

---

<sup>4</sup> McKinsey & Company Inc., Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels; *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & SONS.

$R_f$  = taxa de juros livre de risco

$R_M$  = taxa de retorno de mercado

$\beta$  = coeficiente beta

Aqui não vamos nos estender em relação ao cálculo do beta para empresas listadas em bolsa, pois não somente envolve a utilização de econometria, como foge ao escopo do capítulo.

O que é importante observar é que o cálculo do custo de capital próprio não é simples nem direto, seja para empresas listadas em bolsa ou empresas de capital fechado. Damodaran (2010), por exemplo, sugere o cálculo do beta desalavancado, baseado em empresas do mesmo setor que estejam listadas em bolsa, para que seja possível analisar o custo de capital próprio de empresas de capital fechado. Aqui assumimos uma forma mais pragmática e direta, e pegamos informações diretamente dos acionistas das empresas. Afinal, se um empreendedor consegue entender seu papel de acionista, deverá saber responder a simples pergunta: qual o prêmio de risco aceitável para manter seus recursos investidos na empresa?

Embora essa pergunta não seja facilmente respondida, uma vez determinada, pode ser usada no médio prazo para estipular as políticas de gestão de projetos da empresa. Em diversos grupos empresariais, o conselho de administração da holding determina o custo de capital próprio a ser utilizado nas outras empresas do grupo. Isso torna o cálculo do WACC direto e simples para a gestão da empresa.

## 15.6 Conclusão

A criação de valor no longo prazo em empresas de capital fechado e aberto depende, a grosso modo, de três variáveis: retorno sobre capital investido (ROIC), crescimento do ativo econômico ( $g$ ) e custo de capital (WACC). Aqui não nos preocupamos com o retorno de curto prazo, nem com a taxa de dividendos. É essa preocupação com o curto prazo que pode ser a derrocada de muitas empresas, que focam políticas de dividendo ou crescimento da receita como *drivers* de criação de valor. De fato, em determinados casos, a diminuição no crescimento do ativo econômico e, conseqüentemente da receita, pode significar aumento na criação de valor.

De um ponto de vista financeiro, a empresa é uma carteira de ativos (NCG e ativo a longo prazo) financiada por um conjunto de capital próprio e de capital de terceiros (empréstimos em longo prazo menos o saldo de tesouraria).

Que papel desempenha então o sistema financeiro? O investidor tem um papel ativo no momento da emissão de valores mobiliários: pode, de fato, simplesmente se recusar a comprar títulos criados, isto é, recusar-se a financiar a empresa. O poder do investidor reside não só na alocação de recursos, mas também na avaliação dos ativos econômicos da empresa por meio de títulos já emitidos. Na verdade, o mundo financeiro aprecia o valor do capital obtido em qualquer momento. No caso de títulos de dívida, os bancos monitoram a empresa e, portanto, o que pode afetar o valor da dívida existente e os termos de seus futuros empréstimos. Da mesma forma, a bolsa estima o valor das ações emitidas, e, assim, o valor do capital próprio da empresa.

O papel do conselheiro é entender como a empresa gera valor econômico no longo prazo para relacioná-lo com as outras áreas da companhia.

O objetivo deste capítulo foi mostrar a relação entre ROIC e  $g$  como fontes de criação de valor, além de apresentar a relevância do custo de capital para o crescimento dos resultados da empresa no longo prazo. Esse foco na perenidade da empresa é algo que, muitas vezes, é desconsiderado em análises de curto prazo, e manter uma relação equilibrada entre ROIC,  $g$  e WACC representa a possibilidade de sucesso empresarial que beneficia não somente a empresa como toda a sociedade, desde que acompanhada por responsabilidade corporativa.

## Referências

CAO, B.; JIANG, B.; KOLLER, T. Sustaining top-line growth: the real picture. *McKinsey on Finance* - Perspectives on Corporate Finance and Strategy, n. 39, Spring, 2011.

DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Ed. Qualitymark, 2010.

LYNN, B. Cash Rich or Cash Poor? You Decide. *The Financial Executives Consulting Group*. 2013. Disponível em: <[http://gtnews.afponline.org/Articles/2013/Cash\\_Rich\\_or\\_Cash\\_Poor\\_\\_\\_You\\_Decide.html](http://gtnews.afponline.org/Articles/2013/Cash_Rich_or_Cash_Poor___You_Decide.html)>. Acesso em: ago. 2014.

PIKETTY, T. *O capital no século XXI*. Tradução de Monica Baumgarten de Bolle. Rio de Janeiro: Editora Intrínseca, 2014. No prelo.

VALE. *Entenda a importância de criar valor para os nossos acionistas*. 2013. Disponível em: <<http://www.vale.com/brasil/PT/aboutvale/news/Paginas/entenda-a-importancia-de-criar-valor-para-os-nossos-acionistas.aspx>>. Acesso em: ago. 2014.