

Criação de Valor

Stern Stewart & Co.

Por que o nível de endividamento varia entre setores?

Uma empresa pode criar valor através de decisões de naturezas distintas: operações, investimentos e financiamentos. Analisando-se pela ótica dos financiamentos, a criação de valor é maximizada a partir do balanceamento ótimo entre Capital de Terceiros (Dívidas) e Capital Próprio, que minimiza o custo médio ponderado de capital (*WACC*).

A literatura de finanças enumera uma série de benefícios do uso da dívida, dentre os quais: 1) geração de benefícios fiscais pela despesa financeira; 2) redução do custo de agência, ao mitigar o risco de sobreinvestimento; e 3) envio de sinal positivo ao mercado quanto à expectativa de resultados futuros. Por outro lado, o excesso de dívida aumenta a probabilidade de a firma entrar em dificuldades financeiras (*Financial Distress*) e/ou, por falta de flexibilidade financeira, recusar projetos que criem valor.

A decisão de alavancagem deve variar de empresa para empresa, devido às suas realidades econômicas distintas. Esse fato, a propósito, é corroborado em estudo realizado pela Stern Stewart, no qual são consideradas grandes empresas de capital aberto¹ no Brasil e se verifica grande dispersão na Alavancagem Líquida². Ao final de agosto de 2008, o quartil de empresas mais alavancadas possuía no mínimo 25% de capital de terceiros (máximo de 60%), ao passo que o quartil com menor alavancagem apresentava no máximo 6% (mínimo de 0%).

A partir da amostra inicial, selecionamos alguns setores de negócios distintos: Varejo, Indústria Pesada e *Utilities*³. Essa separação permite um entendimento mais claro de *drivers* que influenciam a decisão do nível ótimo de alavancagem.

O grupo de **Varejo** possui 14% de Alavancagem Líquida na média. Esse setor é caracterizado por

baixa margem operacional, consequência, em parte, de um modelo *Asset-Light* – baixo investimento em capital e altos custos e despesas fixas. Nessa situação de alta alavancagem operacional, o estímulo ao uso da dívida é reduzido, visto que o benefício fiscal não será suficiente para compensar o risco de *Financial Distress*.

Por sua vez, a **Indústria Pesada** possui 25% de alavancagem, o que pode estar relacionado à menor alavancagem operacional e a um melhor acesso a crédito. Em muitos casos, as companhias desse setor são grandes exportadoras de commodities e equipamentos. Assim sendo, a solidez dos contratos de venda e os recebíveis em dólares reduzem o risco, permitindo o acesso a instrumentos de crédito de menor custo, prazos mais longos e maior sofisticação.

Já o grupo de *Utilities*, geralmente detentor de alta margem operacional e forte geração de caixa com baixa variabilidade, deveria ter a maior alavancagem. No entanto, o que se verifica na prática é uma estrutura pouco alavancada (22%) no Brasil, 20 pontos percentuais inferior aos pares internacionais. Esse fato pode estar relacionado ao risco regulatório doméstico, que resulta em maiores incertezas quanto à geração futura de caixa. Fica evidente que o modelo brasileiro é prejudicial do ponto de vista de estrutura de capital.

Como cada companhia possui características muito particulares, a comparação com pares não assegura que sua estrutura seja ótima. Aliás, muitos estudos apontam uma baixa alavancagem das empresas americanas em relação a seu potencial. A definição da estrutura de capital adequada deve ser baseada em um *framework* completo, que simule todos os custos e benefícios e contemple o *business plan* da companhia, considerando oportunidades futuras de investimento, planejamento fiscal, caixa operacional mínimo, cronograma de investimentos, dentre outros.

Leonardo Lameira (llameira@SternStewart.com.br),
senior associate, William Morishigue (wmmorishigue@SternStewart.com.br), senior financial analyst

¹ 83 empresas brasileiras listadas na Bovespa com Firm Value (Dívida Bruta + Valor de Mercado das Ações) acima de R\$ 2 bilhões. Exclui setor financeiro, holdings e empresas com ações de pouca liquidez.

² Alavancagem Líquida = Dívida Líquida / (Dívida Líquida + Valor de Mercado das Ações).

³ Indústria Pesada (exemplo: Siderurgia, Papel e Celulose, Bens de Capital); Utilities (exemplo: Telecomunicações, Energia Elétrica, Saneamento).