

EX CAPITAL

# TUTORIAL

ANÁLISE  
FUNDAMENTALISTA

Analista: Antonio Marcus Ermida

CNPI 1949

PARTE II

# Administração

Essa é a parte mais difícil na análise de uma companhia. Quem é o seu administrador? Ele é confiável? O seu histórico como administrador é bom? E a administração em seu conjunto está atendendo as expectativas?

O seu nítido caráter subjetivo é que torna essa avaliação muito complicada. Mas na prática, estamos a todo tempo fazendo tal avaliação, com números, com notícias, com resultados, como consumidor...

Quando eu comecei a operar, tinha a ilusão que todos os administradores eram confiáveis, e que os próprios investidores e órgãos de controle se encarregariam de fazer tal avaliação, extirpando os maus profissionais. Ledo engano. Na prática, passei a ver de modo recorrente medidas nitidamente prejudiciais à companhia e aos investidores, e nada acontecia, exceto, é claro, a queda no preço das ações.

Então eu percebi que os números não poderiam ser examinados friamente, era preciso mais, era preciso uma análise crítica desses números, e com isso passei a observar que os números refletem a administração, pelo menos essa é a regra.

O fato é que, com o tempo, você vai conhecendo a empresa e a sua administração, e vai abandonando companhias com administração duvidosa e se apegando a companhias transparentes.

Em pouco tempo, vi controladores comprando os principais ativos da companhia a “preço de banana” sob a desculpa de reduzir a alavancagem, dívida que existia, na verdade, por culpa do próprio administrador; também vi uma das maiores empresas do país se unindo com outra internacional para saber que nas vésperas da fusão, a empresa internacional havia emprestado uma verdadeira fortuna ao seu controlador, tornando o negócio impossível, resultando na venda meses depois. O interessante é que o resultado de uma companhia reflete a sua gestão, então bons números em regra estão associados à boa administração, e números ruins à administrações duvidosas, mas no

começo os números, por si só, não garantem ao investidor ter a Companhia uma administração transparente e ética.

Uma companhia pode ter um controlador ou ter o seu controle pulverizado. Para alguns analistas, o melhor é o controle pulverizado, e para outros, é ter um dono porque “é o olho do dono que engorda o rebanho”. Na prática, você vai encontrar empresas sendo bem administradas e os seus sócios sendo valorizados por bons controladores, como também verá controladores usando a companhia para o benefício próprio. Verá companhias sem um controlador e, por isso, não tendo controle de despesas, remunerando os seus administradores com gordas participações; mas também verá companhias com o controle difuso sendo muito bem administradas, em especial porque os seus sócios adotam uma postura mais atuante, cobrando resultados e avaliando detidamente a administração.

De toda sorte, a tendência atual é a pulverização do controle acionário, evitando conflitos de interesses e dando às ações o seu real valor. De fato parece ser o caminho mais correto, estabelecendo uma boa governança corporativa e com isso evitando prejuízo aos acionistas que, mesmo na

hipótese de sofrerem prejuízo, seriam os únicos responsáveis, e não um controlador detentor da maioria das ações.

Para se ter uma pequena dimensão de toda essa problemática, no Brasil não é raro uma companhia abrir o seu capital em um momento de euforia do mercado, e tempos depois fechar o capital recomprando as ações na baixa mediante uma avaliação duvidosa.

Enfim, na análise fundamentalista, você vai encontrar diversos autores dando ênfase à análise da administração, mas por questões práticas e considerando o meu público alvo, prefiro dar ênfase aos números, mas não posso deixar de analisar como a companhia é administrada e quem a está administrando.

# Princípios/Fundamentos das Finanças

Segundo a lição de Aswath Damodaran, em sua obra *Finanças Corporativas – teoria e prática*, traduzido pela Editora Bookman, 2ª edição, os três princípios fundamentais das finanças corporativas são: (i) o princípio do investimento; (ii) o princípio do financiamento; e (iii) o princípio do dividendo;

Sob tal premissa, observa-se que a tomada de decisão de uma empresa deve levar em conta onde (projetos) os seus recursos serão investidos, de onde virão esses recursos (dos próprios sócios ou através de empréstimos), e qual a destinação dos lucros, ou seja, se serão feitos novos investimentos ou se tais recursos serão distribuídos aos sócios por meio de dividendos.

A decisão entre investir ou distribuir, está no resultado esperado para o hipotético investimento: se o investimento render para a empresa - e por via oblíqua aos sócios - valor maior que a taxa exigida, o administrador deverá investir esses recursos no próprio negócio, mas se identificar que tal investimento não trará esse retorno, melhor solução é a distribuição para que o sócio escolha o que fazer com ele, seja reinvestir na própria empresa comprando mais ações, seja investindo em outra companhia ou em outro modelo de investimento.

Em uma primeira análise, se faz tal avaliação através do ROE<sup>1</sup>, mas isso não é de tudo verdadeiro. ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido, então se presume que o investimento feito na própria empresa será remunerado pela taxa do ROE, mas como já dito, isso não é de tudo verdade. É possível que a companhia já tenha atingido o topo, então mesmo com um ROE elevado, a companhia acaba distribuindo o resultado em dividendos, o que indiretamente influenciará a taxa de ROE nas demais demonstrações de resultado (DRE), porque a distribuição de dividendos reduzirá o patrimônio líquido, afetando assim o próprio ROE.

---

<sup>1</sup> Return on Equity – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Lucro/Patrimônio Líquido)

Para exemplificar, considere a Multiplus (MPLU3), que no ano de 2017 teve um ROE de pouco mais de 200%. Trata-se de um retorno espetacular, mas esta companhia mantém o seu patrimônio líquido praticamente inalterado durante vários trimestres:

	31/12/2017	30/09/2017	30/06/2017	31/03/2017	31/12/2016	30/09/2016	30/06/2016	31/03/2016	31/12/2015	30/09/2015	30/06/2015
Ativo Total	1.721.500	1.866.310	1.803.642	1.916.311	1.751.446	1.914.312	2.010.158	2.136.056	1.794.494	1.945.998	1.965.686
Passivo Total	1.721.500	1.866.310	1.803.642	1.916.311	1.751.446	1.914.312	2.010.158	2.136.056	1.794.494	1.945.998	1.965.686
Patrimônio Líquido	239.757	299.124	255.764	257.042	256.099	266.796	261.272	245.044	260.778	271.326	238.186

Quando o lucro não é reinvestido na companhia, o ROE não faz muita diferença para o investidor, sendo mais importante neste caso o lucro por ação, considerando o valor da sua cotação.

Então ao se analisar a administração de uma determinada companhia, cujo objetivo central deverá ser, ao menos em tese, agregar valor ao investimento dos sócios, tenha bastante atenção com a destinação dos lucros, mas fique tranquilo, porque tal questão será tratada com mais cuidado no momento oportuno.

Quanto ao princípio do financiamento (estrutura de capital), capital próprio ou de terceiros, algumas observações são de fundamental importância:

- Parte dos recursos não estão diretamente envolvidos na atividade da companhia, e estão sendo remunerados pela renda fixa;
- O aumento de capital pelo valor atual das ações, poderá impactar positivamente ou negativamente os sócios, dependendo do valor das ações;
- A taxa de juros do financiamento pode ser maior ou menor que o retorno do capital investido.

Superado o investimento com recursos da própria empresa, resta o financiamento: aumentar o capital emitindo ações, por conseguinte diluindo a participação de cada sócio, ou contraindo empréstimos. Para a empresa, em uma análise superficial seria melhor aumentar o capital do que contrair um empréstimo, já que os sócios receberão participação nos lucros só se a empresa gerar lucro, enquanto que os bancos e demais credores receberão juros independente do resultado da companhia. No entanto, não é tão simples.

Além disso, o financiamento com capital de terceiros tem influência no resultado em razão do pagamento dos juros reduzir o lucro e, por isso, a base de cálculo do imposto de renda, gerando assim benefício de natureza fiscal.

Por fim, quanto aos dividendos, a remuneração dos sócios é um fator determinante, porque as empresas existem em função de seus sócios. No entanto, alguns aspectos devem ser considerados:

- Uma companhia em franco desenvolvimento precisa de recursos para manter esse desenvolvimento, logo, a distribuição de dividendos deve ser a menor possível;
- A companhia quando reinveste o lucro e consegue uma taxa de retorno igual ao ROE, e sendo o ROE atrativo o suficiente, o reinvestimento do lucro é saudável e agrega valor aos sócios;
- Por outro lado, uma companhia com ROE elevado, que distribui 100% dos lucros em dividendos, pode não significar um bom negócio para o acionista, em especial ao se considerar o valor das ações.

Na verdade então, o papel determinante dos dividendos na tomada de decisão do investidor não está diretamente relacionado com o valor distribuído. A companhia pode distribuir 25% dos lucros e isso ser muito bom para o investidor, enquanto que outra pode distribuir 100% e isso não ser tão bom. E quando digo ruim, não significa que no caso concreto a companhia não deva distribuir 100% dos seus lucros, ao contrário, se ela não tem onde

investir, a solução é essa mesma, mas para o investidor, que pode escolher em manter essas ações ou migrar para outra empresa com melhores expectativas, parece-me razoável, pelo menos, reduzir a sua exposição em uma companhia que está no seu limite.

Mais adiante vamos ver que alguns autores defendem a tese de que a distribuição de dividendos seria irrelevante para o acionista, porque ao receber dividendos, ele pode comprar novas ações, ficando proporcionalmente com a mesma exposição, e por outro lado, não recebendo, nada o impede de vender parte das ações para se remunerar. Como víamos anteriormente, nada é tão simples, mas no momento oportuno vamos tratar com mais cuidado todas essas questões.

# Questionário

- 1- Quais são os princípios fundamentais das finanças segundo Damodaran?
  - a) Princípio da lealdade; Valorização das ações e desenvolvimento;

## Ex | Capital

- b) Princípio do investimento; do financiamento; e princípio do dividendo;
- c) Princípio do financiamento, da distribuição dos lucros e da capitalização;
- d) Princípio da valorização das ações; da maximização dos retornos e da distribuição dos resultados.

2- Qual o melhor investimento de longo prazo?

- a) ROE 30%, retorno por ação de 8% e dividendos 20%
- b) ROE 5%, retorno por ação de 10% e dividendos 10%
- c) ROE 10%, retorno por ação de 10% e dividendos 10%
- d) ROE 30%, retorno por ação de 8% e dividendos 95%