

GERAÇÃO DE VALOR VIA FINANCIAMENTOS: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS ABERTAS DO SETOR IMOBILIÁRIO COMERCIAL NO PERÍODO DE 2012 A 2016

George André Willrich Sales¹

Jacinto Pedro dos Santos Neto²

Resumo

A geração de valor das empresas guarda conexão com variáveis, especialmente, aquelas relacionadas à estrutura de capital das organizações, ou seja, aquelas relativas às fontes de financiamento organizacional. Neste trabalho, o capital de terceiros foi protagonista nesta pesquisa e, em conjunto com as teorias de geração de valor e de análise econômico-financeira de empresas por meio do *valuation*, foram encontradas conexões entre geração de valor e as dívidas brutas das companhias do mercado imobiliário no intervalo de tempo de 2012 a 2016. Os resultados encontrados mostram que, para as empresas BR *Properties* e São Carlos Empreendimentos Imobiliários, em relação à primeira organização, não há conexão estatisticamente significativa entre geração de valor e dívida bruta, enquanto para a companhia São Carlos houve forte conexão estatisticamente significativa entre dívida bruta e geração de valor para o período de tempo considerado.

Palavras-chave: Geração de valor; Avaliação Financeira; Dívida Bruta; Relação; Mercado Imobiliário

Abstract

Companies value creation hold connection with variables specifically those related to enterprise's capital structure. In this paper, debt capital was the key factor in the research initiated and put together with value creating theories and financial analysis by valuation, associations were found between value creation and gross debt of real estate companies from 2012 to 2016. The findings show that the companies researched BR Properties and São Carlos Real Estate, regarding the links presented before, the first firm did not present a statistically significant connection between value creation and gross debt, whereas this association was found for the firm São Carlos Real Estate considered the timing range from 2012 to 2016.

Keywords: Value creation; Financial Analysis; Gross Debt; Association; Real Estate

¹ George André Willrich Sales / george.sales@fipecafi.org / Doutor em Administração de Empresas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. É coordenador do curso de graduação em ciências contábeis e professor do Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI.

² Jacinto Pedro dos Santos Neto / jacinto.neto@fipecafi.edu.br / Mestrando em Controladoria e Finanças pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI.

1 INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário brasileiro vivenciou, entre 2003 e 2013, um acelerado crescimento. Medidas e incentivos macro e microeconômicos em conjunto com um cenário internacional favorável contribuíram para o crescimento da economia nacional; (i) o compromisso aberto e explícito do Presidente da República em manter os pilares de sustentação macroeconômica de longo prazo do país, evidenciado na “Carta ao Povo Brasileiro de 2002” (ii) retomada do Estado investidor com programas de investimento em infraestrutura, (iii) políticas das “Campeãs Nacionais” (empresas próximas ao governo e exportadoras de *commodities*), (iv) relativa segurança jurídica, (v) retomada da confiança empresarial, (vi) ciclo de alta do preço das *commodities*, (vii) aumento do poder aquisitivo da população, (viii) incentivo ao consumo de bens duráveis por meio de crédito à demanda reprimida, (ix) baixa valorização imobiliária na década de 90, além da presença de um arcabouço operacional e financeiro institucionalizado (CHAVANTES, 2015) que facilita o acesso à bens imobiliários como a utilização do FGTS, financiamentos imobiliários do SFH, SFI, mecanismo de alienação fiduciária, programa Minha Casa, Minha Vida e empréstimos direcionados da Caixa Econômica Federal foram fatores determinantes para justificar o forte desempenho do mercado imobiliário nesse período.

Aliada a este cenário, as empresas do setor imobiliário obtiveram, também, um incentivo governamental. O Plano Empresário envolve empréstimos especificamente direcionados às empresas deste campo, com a atratividade do vencimento alongado da dívida em conjunto com a taxa de juros ajustada pela taxa referencial (TR). Estes empréstimos, na verdade, proporcionam caixa para a continuidade operacional deste tipo de organização, ou seja, são o montante financeiro utilizado para a incorporação ou construção dos projetos imobiliários. É muito comum a utilização de dívida corporativa como forma de obtenção de caixa, uma vez que, segundo (SANTOS, 2011), o custo do endividamento de uma empresa é menor que o custo de capital próprio desta mesma organização, além do fato de que as dívidas – com exceção daquelas conversíveis e estruturadas – possuem rendimentos fixos e ordenamento relativo aos retornos dos rendimentos e principal quando comparadas às ações, caso a organização enfrente dificuldades financeiras (SANTOS, 2011).

Ademais, outro tipo de dívida utilizada é a debênture. A emissão deste tipo de dívida corporativa é uma alternativa de endividamento de longo prazo às empresas, conferida às sociedades anônimas. Segundo (FALCÃO, MÓL; PINTO, 2015), existem três fatos que torna positiva a emissão de debêntures (i) vantagem fiscal proporcionada pela dedutibilidade da despesa financeira destes títulos no imposto de renda, (ii) provável ampliação do parque de investimento da empresa, possibilitando, desta forma, o incremento do lucro e o fato de que (iii) os debenturistas, ou seja, os detentores das debêntures não participam das decisões da empresa, ao contrário dos acionistas, diminuindo, portanto, o conflito de agência. Ademais, uma pesquisa realizada por Sanvicente³ e publicada em 2001, mostra que a emissão deste tipo de dívida corporativa proporcionou impacto positivo sobre a riqueza dos investidores, independente se as debêntures forem conversíveis em ações ou não. Ainda de acordo com (SANVICENTE, 2001), a emissão deste tipo de dívida faz o mercado crer que a organização aumentará seus investimentos e, possivelmente, o lucro no futuro. Além disso, (FRANCO, 2006) evidencia que existe forte correlação entre o valor de mercado das empresas e a estrutura de capital, sugerindo que as debêntures desempenham papel estratégico na

³ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/evolucaomercado.pdf>>

alavancagem de valor da empresa, isto é, organizações que possuem capital de terceiros em forma de debêntures na estrutura de capital aumentam seu valor de mercado. Ora, se isto é verdade, então, poder-se-ia perceber uma geração de valor para estas empresas, nos moldes da teoria de Gestão Baseada em Valor (GBV) explicada por Assaf Neto em 2014, pelo EVA[®] (*Economic Value Added*), criado em 1989 por Stern e Stewart e por técnicas de avaliação financeira (*valuation*) de empresas alavancadas.

Esta geração de valor que é, possivelmente, existente nas empresas abertas do setor imobiliário comercial será investigada neste trabalho. O objetivo é descobrir se existe uma conexão entre a geração de valor nas empresas BR Properties e São Carlos Empreendimentos Imobiliários do mercado de *real estate*⁴ e suas dívidas de longo prazo no período de 2012 a 2016, por meio da utilização da teoria Gestão Baseada em Valor (GBV), bem como avaliar financeiramente as empresas para saber se, de fato, houve uma relação entre a geração de valor, incremento no valor de mercado destas organizações e os empréstimos e financiamentos de prazos longos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Quando se fala em estrutura de capital em companhias, a discussão de capital de terceiros e próprio é abordada, com diferentes visões a respeito deste tema. Uns dos mais clássicos conceitos de estrutura de capital são as proposições de (MODIGLIANI; MILLER, 1958), divididas em três proposições elaboradas na condição de mercados eficientes, fortes, sem impostos e custos transacionais, ou seja, neste cenário, os preços dos títulos financeiros negociados em bolsa de valores refletem, completamente, todas as informações sejam estas públicas, privadas ou passadas, nenhum grupo de investidores possui monopólio de acesso à dados relevantes para formação ou impacto nos preços e nenhum investidor deve auferir retornos anormais positivos de forma consistente⁵, isto é, ganhos consecutivos acima dos retornos esperados pelos investidores, considerando as distintas abordagens relativas ao cálculo deste retorno. A proposição um diz que o valor de mercado da empresa independe de sua estrutura de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1958) e que qualquer mudança no arcabouço de financiamento pode ser duplicada ou desfeita pelos próprios investidores (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2008). Já a proposição dois, de acordo com Modigliani e Miller (1958), diz que a taxa de retorno esperada das ações de uma empresa aumenta proporcionalmente à medida que a proporção dívida/patrimônio líquido recrudescer. No entanto, isto não afeta o retorno que os investidores devem auferir da organização, isso porque, como a percepção de risco mudou e aumentou, logo, eles requerem um retorno maior também (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2008). Por último, a proposição três destes autores versa que se uma companhia atua em prol dos acionistas, fará investimentos se e, somente se, a taxa de retorno deste investimento for tão grande quanto o custo médio ponderado de capital, ou seja, independentemente das fontes de financiamento utilizadas, o custo marginal de capital da empresa é igual ao custo médio ponderado de capital que, na prática, é a taxa de capitalização de um fluxo de caixa desalavancado no nicho de mercado em que a companhia atua (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

⁴ Mercado Imobiliário

⁵ Extraído de CFA Level I Exam Prep Schweser 2015: Book 4 Corporate Finance, Portfolio Management and Equity Investments. Kaplan, Inc. 2014.

Além da teoria clássica de estrutura de capital, outros estudiosos, por exemplo, Myers (1984) também realizaram pesquisas a respeito. Ele afirma em artigo que existe um ponto ótimo de endividamento empresarial que maximiza o valor da companhia, ponderando os benefícios fiscais da dívida corporativa com os custos oriundos de dificuldades financeiras (MYERS, 1984). Isto ocasiona, na verdade, uma troca ou um *trade-off*, pois maior endividamento por intermédio do benefício fiscal, reduz o custo médio ponderado de capital. No entanto, o maior volume de capital de terceiros aumenta o risco da empresa, elevando o beta da empresa, o custo de capital próprio e os custos com dificuldades financeiras, diminuindo o valor de mercado da empresa. Segundo Myers (1984), este conceito ficou conhecido como hipótese do *trade-off* estático.

Entrando em definições de tipos de dívida, as debêntures são títulos de dívida corporativa de longo prazo obtidas por sociedades anônimas, cujos debenturistas, ou seja, o portador deste título financeiro, é remunerado por tal empréstimo concedido à esta companhia (FALCÃO; MÓL; PINTO, 2015).

Debênture é fração de um contrato de mútuo entre a sociedade anônima e pessoas do público, e conferem ao seu titular, designado de debenturistas, direito de crédito contra ela, consistente em pagamento, na data do seu vencimento, ou em conversão em ações da sociedade. (OLIVEIRA, 2005, p.374)

A ANDIMA (2008), atual ANBIMA, define que as debêntures são conceituadas sob três prismas; (i) valor mobiliário, cuja negociação ocorre no mercado de capitais, (ii) título de crédito que proporciona direitos aos seus detentores e (iii) um título executivo extrajudicial que permite o detentor do título acionar a empresa emissora, no caso de não pagamento (FALCÃO, MÓL; PINTO, 2015). A tabela abaixo lista as principais características legais das debêntures.

Tabela 1: Aspectos Legais das Debêntures

Característica	Descrição
Garantia	As debêntures podem oferecer garantias reais ou flutuantes onde na primeira é separado um determinado ativo para garantir a falta de pagamento. (art. nº 58 da lei nº 6.404).
Resgate	O prazo mínimo de resgate é de um ano. (art. nº 58 da lei nº 6.404).
Remuneração	Caso pré-determinado permite participação no lucro além da rentabilidade pré-estipulada pelo próprio título. (art. nº 61 da lei nº 6.404).
Correção monetária	Permite a correção monetária inclusive antes de um ano. (MP nº 517).
Limites	O valor das debêntures quirografárias não possui limite. No entanto, as debêntures com garantia real possuem limite de 80% do valor do bem dado em garantia, enquanto as debêntures com garantia fluante possuem como limite 70% do patrimônio líquido. (art. nº 60 da lei nº 6.404 alterado pela MP nº 519).
Conversibilidade	As debêntures poderão ser convertidas em ações no momento do resgate caso este direito seja previamente assegurado. (art. nº 57 da lei nº 6.404).
Dedutibilidade fiscal	As despesas com remuneração das debêntures são dedutíveis na base de cálculo dos tributos sobre o lucro como IRPJ e CSLL. (art. nº 319).

Fonte: (MÓL, FALCÃO e PINTO, 2015).

Além disso, as debêntures são títulos de dívida corporativa de renda fixa, podendo pagar, geralmente, rendimentos mensais, semestrais, anuais ou somente no vencimento do título, de forma pré ou pós-fixada. Ademais, são negociadas no mercado de capitais primário e secundário e pagam, além dos rendimentos anteriormente citados, a devolução do principal,

conhecido como preço unitário (PU) ou valor de face⁶. Outra medida interessante relativa à títulos de renda fixa é a *Duration* de Macaulay. Esta concepção foi elaborada pelo economista canadense Frederick Macaulay em 1938 que versa sobre duração média de tempo necessário para o recebimento dos cupons (rendimentos mensais, semestrais ou anuais) de um determinado título de renda fixa corporativo (debênture), sendo sempre menor em valores absolutos se comparado ao vencimento (maturidade) do título em si. Quanto às características destes títulos de renda fixa, quatro medidas são importantes; (i) YTM (*Yield-to-Maturity*) que mede o rendimento do título até o vencimento, (ii) YTC (*Yield-to-Call*) que mede o rendimento do título até a data de resgate, podendo ser o vencimento ou não, (iii) o CY (*Current Yield*) que mostra o quanto o cupom anual representa no preço (PU) atual do título de renda fixa e (iv) a taxa de juros Spot (*Spot Rate*) que é a taxa de juros utilizada para descontar a valor presente os fluxos de caixa recebidos de um determinado título de renda fixa.

Em seguida, de modo que se possa mensurar ativos ou empresas, a avaliação financeira, neste trabalho, se faz útil. O processo de *valuation* ou avaliação econômico-financeira de uma companhia consiste na mensuração do seu valor justo, baseado em expectativas de desempenho futuro de seus negócios (ASSAFNETO, 2014). De modo a operacionalizar esta análise, existem diferentes abordagens de *valuation*, no entanto, neste trabalho, serão abordados apenas dois; (i) o fluxo de caixa descontado para a empresa (FCDE) e o (ii) fluxo de caixa descontado para o acionista (FCDA) (DAMODARAN, 2002):

$$FCDE = EBIT*(1-T) + Depreciação - CAPEX - \Delta \text{ Capital de Giro Líquido} \quad (1)$$

$$\text{Valor da Empresa} = \sum FCDE / (1 + WACC)^t \quad (2)$$

Em que:

$$t = \text{tempo} \quad (3)$$

$$WACC = \text{Custo médio ponderado de capital} \quad (4)$$

$$\Sigma = \text{somatória} \quad (5)$$

$$T = \text{impostos} \quad (6)$$

$$EBIT \text{ (Earnings Berfore Interest and Taxes)} = \text{Lucro Operacional antes de juros e impostos} \quad (7)$$

$$CAPEX \text{ (Capital Expenditures)} = \text{Gastos com capital fixo} \quad (8)$$

$$\Delta \text{ Capital de Giro Líquido} \quad (9)$$

$$FCDA = FCDE - \text{Despesa com Juros}*(1-T) - \text{Principal da Dívida} + \text{Novas Dívidas} - \text{Dividendos de Ações Preferenciais} \quad (10)$$

$$\text{Valor da Empresa} = \sum FCDA / (1 + Ke)^t + \text{Dívida Líquida} \quad (11)$$

Em que:

⁶ Extraído de CFA Level I Exam Prep Schweser 2015: Book 5 Fixed Income, Derivatives and Alternative Investments. Kaplan, Inc. 2014.

$$K_e = \text{Custo de capital próprio} \quad (12)$$

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Bruta} - \text{Caixa e Equivalentes de Caixa} \quad (13)$$

Também, na própria avaliação financeira de uma organização deve-se levar em conta o conceito de *going concern* ou princípio da continuidade. Este versa sobre a perpetuidade de uma empresa por um longo período de tempo e indeterminado, até que exista evidências que possam provar o contrário, sendo garantida quando a geração de riquezas é, consistentemente, maior que os gastos das companhias (ALMEIDA; LEMES; OLIVEIRA, 2008). De modo a mostrar isso financeiramente e por meio de fórmulas, esta perpetuidade ou continuidade de uma organização é captada pelo valor terminal, conforme apresentado por (Damodaran, 2002):

$$\text{FCDE}/(\text{WACC} - g) \quad (14)$$

Dessa maneira, capturando o fluxo de caixa livre para a empresa e dividindo pela diferença entre o custo médio de capital e a taxa estável de crescimento da companhia, é possível proporcionar continuidade a vida da empresa na análise financeira, tornando-a aderente aos princípios contábeis vigentes.

Outra relevante concepção a ser explorada neste trabalho é aquela relativa à Gestão Baseada em Valor (GBV) que é representada pela criação de valor para os acionistas (ASSAF NETO, 2014). A noção de valor possui origem quando existe algum excesso a disposição da companhia, ou seja, quando sobra algo. Operacionalmente falando, o valor é criado quando o retorno dos investimentos é maior que a remuneração exigida pelos financiadores, sendo que a empresa deve incorporar postura de união interna para encadear o processo de criação de valor em todos os níveis hierárquicos da organização, priorizando decisões de investimentos e gestão que interfiram no valor econômico da empresa, a partir de direcionadores de valor, capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras (ASSAF NETO, 2014). Uma das principais premissas na construção destes direcionadores de valor é aquela do lucro genuíno em que a empresa, segundo (ASSAF NETO, 2014), deve considerar todos os custos de financiamento em seu resultado, inclusive, aqueles relacionados ao capital próprio, ou seja, a remuneração mínima exigida pelos acionistas. A partir daí se e, somente se, a apuração deste resultado ajustado for positiva e consistente ao longo de um intervalo de tempo, pode-se falar em geração de valor.

Existem algumas métricas que auxiliam na captura da geração de valor. O MVA⁷ (*Market Value Added*) mensura o quanto o valor de mercado da empresa supera o capital investido. Assim sendo, se uma empresa é capaz de remunerar seus sócios além do limite de suas expectativas mínimas de retorno, o valor de mercado da companhia excede o montante necessário que se despenderia para edificá-la, isto é, o valor de reposição dos ativos (fixo e giro), indicando um resultado de agregação de riqueza pelo mercado (ASSAF NETO, 2014):

$$\text{MVA} = \text{Valor de Mercado} - \text{Capital Investido} \quad (15)$$

Em que:

$$\text{Capital Investido} = \text{Montante investido em capital fixo e de giro} \quad (16)$$

⁷ MVA é uma marca registrada da Stern Stewart & Co.

Uma outra métrica também utilizada é o EVA⁸. É uma medida que expressa o quanto uma organização ganhou de lucro acima do seu custo de capital, sendo interpretado, de forma mais ampla, como um parâmetro de desempenho econômico-financeiro e sistema de gestão, incorporando conceitos de lucro genuíno, ou seja, lucro acima de todos os custos de financiamento e, por fim, do lucro econômico que deduz o custo de oportunidade do lucro (ASSAF NETO, 2014). O EVA pode ser calculado de três formas, segundo (ASSAF NETO, 2014):

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{Investimento}) \quad (17)$$

Em que:

$$\text{NOPAT} = \text{Lucro Operacional (EBIT) líquido de imposto de renda} \quad (18)$$

$$\text{Investimento} = \text{Montante investido em capital fixo e de giro} \quad (19)$$

$$\text{WACC} = \text{Custo médio ponderado de capital} \quad (20)$$

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{Investimento} \quad (21)$$

Em que:

$$\text{ROI} = \text{Retorno sobre o Investimento} = \text{Giro do Investimento} * \text{Margem Operacional} \quad (22)$$

$$\text{EVA} = \text{Lucro Líquido} - (\text{Ke} * \text{PL}) \quad (23)$$

Em que:

$$\text{Ke} = \text{Custo do capital próprio} \quad (24)$$

$$\text{PL} = \text{Patrimônio líquido} \quad (25)$$

Além das medidas financeiras descritas acima, a estatística também se faz importante, de forma a trazer conexão entre os dados financeiros, bem como interpretação da realidade e impacto que os números mostram na organização. Uma medida de campo de estudo é a correlação. Esta determina a força do relacionamento entre duas observações parelhas, indicando, assim, um relacionamento entre duas variáveis e até que ponto estão relacionadas entre si (STEVENSON, 1981). Este indicador, como aponta (STEVENSON, 1981) possui algumas propriedades essenciais para a interpretação do resultado que mostra; (i) o coeficiente de correlação varia de -1 a 1; (ii) um relacionamento positivo mostra que valores altos (baixos) de uma das variáveis, correspondem à valores altos (baixos) da outra; (iii) um relacionamento negativo mostra que valores altos (baixos) de uma variável, correspondem a valores baixos (altos) da outra e; (iv) um relacionamento próximo de zero mostra que não existe relação entre as variáveis, ou seja, os dados apresentam correspondência ambígua com valores altos e baixos simultaneamente, não sendo possível extrair qualquer conclusão que não seja a inexistência de relação entre as variáveis pesquisadas.

⁸ EVA é uma marca registrada da Stern Stewart & Co

3 METODOLOGIA

Primeiramente, de modo a alcançar o objetivo principal deste trabalho, deve-se ter em mente algumas considerações, em especial, relativas à avaliação financeira, ou seja, o *valuation*. Este tipo de avaliação financeira envolve análises das demonstrações contábeis das organizações, por intermédio de observações passadas destes documentos para, então, estabelecer premissas relativas às rubricas contábeis para elaboração das projeções destas demonstrações contábeis que, aliada à teoria de finanças corporativas e *valuation*, permitirá calcular o valor das empresas.

Uma vez norteado por estas considerações acima, cabe a seleção de empresas abertas do setor imobiliário comercial, as chamadas *property companies* que, por questões de acesso às informações, são apenas duas firmas: BR *Properties* (BRPR3) e São Carlos (SCAR3). Estas empresas atuam no nicho de mercado de *properties*, isto é, são incorporadoras e administradoras de empreendimentos comerciais (lajes corporativas ou salas de escritórios) com o propósito de aquisição, venda, locação e ou administração destes tipos de imóveis em todo o território nacional. Como a natureza do negócio é, praticamente, a mesma e o nicho de atuação destas firmas são iguais, logo, estas organizações tornam-se comparáveis entre si, contribuindo para a coerência do presente trabalho.

Em seguida, é preciso analisar a estrutura de capital destas empresas citadas anteriormente, referente ao período de 2012 a 2016, procurando identificar a presença de capital de terceiros e sua evolução ao longo do tempo em termos de valor e magnitude em relação ao patrimônio líquido da organização, ou seja, será analisada as dívidas de longo prazo destas companhias no decorrer do tempo. Depois, o escopo da avaliação financeira (*valuation*) torna-se necessário. As empresas de *properties* deverão ser avaliadas a valores de 2012, ou seja, todo o fluxo de caixa livre para a empresa (FCDE) deverá ser computado até 2016 e trazidos a valores de 2012 por meio de uma taxa de desconto referente ao custo médio ponderado de capital (WACC) calculada para cada organização. Ademais, deverão ser selecionados os direcionadores de valor destas companhias relativas à teoria de Gestão Baseada em Valor (GBV), os indicadores específicos do setor imobiliário, bem como o cálculo do EVA[®], verificando ao longo do tempo, a variação de todos estes indicadores e direcionadores à luz da teoria de Gestão Baseada em Valor (GBV).

Finalmente, outras avaliações financeiras também devem melhor capturar os efeitos da alavancagem financeira. A análise econômico-financeira (*valuation*) destas companhias a valores de 2012 do mesmo modo que anteriormente citado e a observação do valor contábil das dívidas de 2012 a 2016 pertencentes à estas organizações, se comparadas em conjunto com a evolução dos direcionadores de valor baseados em Gestão Baseada em Valor (GBV), podem oferecer algumas evidências de que a aquisição de dívidas para estas companhias ocasionou geração de valor no período de 2012 a 2016, sendo que, em complemento a isto, é interessante acrescentar uma medida estatística de correlação que relacione as mudanças no valor contábil das dívidas de longo prazo com as variações nos direcionadores de valor, bem como outra correlação entre as mudanças nos preços destas dívidas e as variações no fluxo de caixa livre das empresas analisadas.

4 RESULTADOS OBTIDOS E ANÁLISE

Nesta seção, o trabalho analisa todas as decorrências das metodologias de análise econômico-financeira apresentadas anteriormente aplicadas nas empresas BR *Properties* e São Carlos Empreendimentos Imobiliários ao longo de 2012 a 2016, procurando evidências de que a geração de valor destas companhias pudesse ter alguma relação com a alavancagem de longo prazo para o período de tempo considerado.

Em primeiro lugar, é analisada a organização BR *Properties*, com as medidas de Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCDE) apresentadas na tabela 2, a partir de premissas mostradas na tabela 1, conforme segue:

Tabela 2: Premissas BR *Properties*

Premissas	2012
IGP-M = g	7,91%
WACC	11,20%
IR na Perpetuidade	34%
CDI	8,40%
Kd	9,60%

Fonte: Instituições Financeiras, Portal Brasil, elaboração do próprio autor

Na tabela 2 acima, pode-se ver as premissas necessárias para fazer a análise financeira da empresa BR *Properties*. Primeiramente, tem-se o índice inflacionário IGP-M que, por sua vez, é dado como a taxa de crescimento da empresa, apresentado com a letra g, sendo esta variável bastante utilizada como índice de reajuste de aluguel e, como a companhia possui grande parte da receita bruta em locações, esta variável torna-se elegível como assunção de crescimento.

Em seguida, o custo médio ponderado de capital (WACC) da companhia é mostrado. Como o próprio nome diz, este número indica o custo de capital da BR *Properties*, ou seja, qual a taxa média do custo de oportunidade que esta organização possui no mercado de capitais, levando em conta custo de capital próprio de ações e da dívida (Kd) que, na tabela acima, é apresentado de forma líquida de imposto de renda de 15% igualando 9,60%.

Por último, são mostradas duas premissas dadas, isto é, cujos valores são, simplesmente, observados no mercado, não cabendo aos analistas qualquer cálculo ou ajustes; (i) o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e (ii) o Imposto de Renda (IR) na perpetuidade. O primeiro mede o custo de oportunidade no mercado interbancário ou a taxa de empréstimos entre instituições financeiras, usado como parâmetro de custo de oportunidade de capital, enquanto o segundo é o imposto de renda para pessoas jurídicas sob o regime de lucro, aplicada sob a perpetuidade, ou seja, valor terminal que perpetua a vida útil de uma empresa, conforme mostrado abaixo:

Tabela 3: Perpetuidade da BR *Properties*

Perpetuidade
4.459.475

Fonte: Elaboração do próprio autor

Tabela 4: Medidas Realizadas da BR *Properties*

Medidas	2012	2013	2014	2015	2016
Lucro Antes dos Juros & IR (EBIT)	537.130	845.682	755.924	605.729	372.862
(-) Imposto de Renda	(686.347)	(26.951)	(11.136)	138.411	31.151
Lucro Operacional Líquido Depois do IR	(149.217)	818.731	744.788	744.141	404.013
(+) Depreciação & Amortização	279	11.705	17.670	13.364	77.825
Fluxo de Caixa Bruto	(148.938)	830.436	762.458	757.505	481.839
(-) Investimento em Capital de Giro	(835.026)	147.251	177.574	341.007	(277.329)
(-) Capex	(1.248.455)	(230.179)	(195.382)	(55.564)	(336.935)
Fluxo de Caixa Livre p/ Empresa	(2.232.418)	453.007	389.502	360.933	(132.425)

Fonte: Elaboração do próprio autor

Na tabela 4, todas as medidas financeiras e contábeis são mostradas de forma a permitir a análise econômico-financeira da companhia BR *Properties* ao longo de 2012 a 2016. Basicamente, parte-se do princípio do lucro operacional EBIT, subtraindo imposto de renda, somando depreciação e amortização e, por fim, tirando o investimento em capital de giro e fixo para encontrar o FCDE que é equivalente ao fluxo de caixa livre para a empresa.

A seguir, tem-se a análise do FCDE com a perpetuidade e as medidas financeiras relativas ao conceito de gestão baseada em valor, bem como indicadores de estatística que procuram relacionar a dívida de longo prazo da empresa com a criação de valor.

Tabela 5: Medições Realizadas da BR *Properties*

Medições	2012	2013	2014	2015	2016
Fluxo de Caixa Livre da Empresa Perp.	(2.232.418)	453.007	389.502	360.933	4.327.049
EVA	121.156	567.438	500.904	367.812	177.292
Lucro Econômico	1.124.325	74.345	242.199	(704.989)	26.423
Dívidas	678.772	908.966	268.856	680.180	547.174

Fonte: Elaboração do próprio autor

A tabela 5 apresenta as medidas financeiras ao longo do período de 2012 a 2016, a partir de dados obtidos nas demonstrações contábeis e nos documentos públicos da empresa BR *Properties*. Pode-se perceber que existe uma variação nestes indicadores para o período considerado, sendo que a taxa de crescimento composta anual do EVA foi de 8%, enquanto a mesma taxa para as dívidas – considerando que, neste caso, as dívidas são de longo prazo – para o mesmo período considerado é de -4%. Logo, pode-se concluir, no período de 2012 a 2016, o EVA e as dívidas de longo prazo da companhia BR *Properties* tiveram comportamentos antagônicos que podem sugerir alguma relação inversa entre estas duas variáveis.

Tabela 6: Medidas de Valor BR *Properties*

Medidas	2012
EVA VP	1.276.949,48
Lucro Econômico VP	801.820,90
Dívidas VP	2.397.625,78
Correlação (EVA e Dívida)	0,05
Correlação (Lucro Econômico e Dívida)	-0,064347976
Correlação (FCFF e Dívida)	-0,10233601

Fonte: Instituições Financeiras, Portal Brasil, elaboração do próprio autor

A tabela acima mostra as medidas de estatística entre as variáveis financeiras, de gestão baseada em valor e aquelas de *valuation*, sendo trazidas a valores de 2012 e simbolizadas com a sigla VP ao lado. Contudo apesar deste comportamento distinto sugerir uma relação inversa entre EVA e Dívidas como mostrado anteriormente, a partir da análise referente à tabela 5, a baixa correlação entre os valores trazidos para 2012 entre EVA e Dívida, Lucro Econômico e Dívida e, por fim, o FCFF e Dívida pode sugerir que não existe uma relação entre gestão baseada em valor e a dívida de longo prazo da BR Properties no período de 2012 a 2016. Em outras palavras, a relação inversa entre variáveis é apenas observável, mas não é estatisticamente significativa.

Agora, parte-se a análise para a outra companhia, a São Carlos Empreendimentos Imobiliários (São Carlos). As premissas são as mesmas utilizadas na tabela 1, mudando-se somente os números do WACC e o custo da dívida (Kd), conforme exibido abaixo:

Tabela 7: Premissas São Carlos

Premissas	2012
IGP-M = g	7,91%
WACC	13,90%
IR na Perpetuidade	34%
CDI	8,40%
Kd	9,0%

Fonte: Elaboração do próprio autor

O WACC da empresa São Carlos difere daquele apresentado anteriormente da BR Properties por uma simples razão: a estrutura de capital entre ambas as empresas é distinta, o que influencia, também, no custo de capital próprio e no custo da dívida (Kd) que, por sua vez, é menor que aquele da BR *Properties*. Ora, se o WACC da São Carlos é maior que o WACC da BR *Properties* e o custo da dívida é menor, pode-se concluir o custo de capital próprio da São Carlos é a variável de influência, sendo maior e oferecendo mais risco para a São Carlos. A perpetuidade, logo, também é diferente, veja:

Tabela 8: Perpetuidade São Carlos

Perpetuidade
1.892.718

Fonte: Elaboração do próprio autor

Tabela 9: Medidas Realizadas da São Carlos

Medidas	2012	2013	2014	2015	2016
Lucro Antes dos Juros & IR (EBIT)	186.356	209.781	196.902	204.287	183.853
(-)Imposto de Renda	-19.577	-26.136	-28.555	-16.965	-19.895
Lucro Operacional Líquido Depois do IR	166.779	183.646	168.347	187.322	163.958
(+)Depreciação & Amortização	27.660	26.873	29.782	47.855	46.166
Fluxo de Caixa Bruto	194.439	210.519	198.129	235.177	210.124
(-)Investimento em Capital de Giro	51.658	129.627	-102.282	-67.185	-50.907
(-)Capex	423	270	383	663	31
Fluxo de Caixa Livre p/ Empresa	142.359	80.622	95.465	167.329	159.187

Fonte: Elaboração do próprio autor

Na tabela 9, todas as medidas financeiras e contábeis são mostradas de forma a permitir a análise econômico-financeira da companhia São Carlos ao longo de 2012 a 2016. Basicamente, o princípio é o mesmo utilizado para a análise da BR *Properties*: inicia-se no princípio do lucro operacional EBIT, subtraindo imposto de renda, somando depreciação e amortização e, por fim, tirando o investimento em capital de giro e fixo para encontrar o FCDE, que é mostrado na tabela acima pelo fluxo de caixa livre para a empresa.

A seguir, tem-se a análise do FCDE com a perpetuidade e as medidas financeiras relativas ao conceito de gestão baseada em valor, bem como indicadores de estatística que procuram relacionar a dívida de longo prazo da empresa com a criação de valor.

Tabela 10: Medições Realizadas da São Carlos

Medições	2012	2013	2014	2015	2016
Fluxo de Caixa Livre p/ Empresa Perp.	186.356	209.781	196.902	204.287	2.051.904
EVA	115.755,61	120.399,96	144.119,27	144.076,15	128.414,52
Lucro Econômico	77.972,79	92.914,10	94.565,18	43.826,22	460,84
Dívidas	928.779	957.014	1.076.648	1.611.681	1.516.012

Fonte: Elaboração do próprio autor

As medidas financeiras acima são oriundas das demonstrações contábeis do período de 2012 a 2016 ajustadas para incorporação da teoria do *valuation* e gestão baseada em valor, ambos evidenciados por variáveis típicas que as caracterizam. Ao longo deste período de tempo considerado, é perceptível uma evolução das dívidas de longo prazo da companhia São Carlos que apresenta uma taxa de crescimento composta anual de 10,3%, enquanto o EVA mostra, para este mesmo percentual e janela de tempo, um crescimento de 2%, mesmo número encontrado para a evolução do fluxo de caixa livre para a empresa da São Carlos. Logo, é observável que as variáveis citadas anteriormente possuem um comportamento convergente, sugerindo que pode haver uma relação que seja significativa estatisticamente.

Tabela 11: Medidas de Valor da São Carlos

Medidas	2012
EVA VP	R\$ 444.560,99
Lucro Econômico VP	R\$ 230.354,57
Dívidas VP	R\$ 4.621.327,06
Correlação (EVA e Dívida)	0,571293359
Correlação (Lucro Econômico e Dívida)	-0,830389515
Correlação (FCFF e Dívida)	0,751289517

Fonte: Elaboração do próprio autor

A tabela acima mostra as medidas de correlação estatística entre as variáveis de gestão baseada em valor, contábeis e de *valuation*, sendo todas trazidas a valores de 2012 simbolizadas com a sigla valor presente (VP) ao lado. Como pode ser percebido, as medidas estatísticas de correlação mostram e comprovam números estatisticamente significante entre as variáveis financeiras, de *valuation* e aqueles que integram a gestão baseada em valor. A correlação entre EVA e Dívida de 0,57 mostra um comportamento razoavelmente convergente entre estas variáveis, sendo o mesmo padrão encontrado para as variáveis Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF) e Dívida, apenas com maior magnitude, ou seja, um número de 0,75. Ademais, foi observado um comportamento divergente entre lucro econômico e dívida, sendo comprovado estatisticamente pela forte correlação negativa de -0,83. Assim sendo, considerando todos os dados calculados acima, pode-se concluir que as variáveis de gestão de

valor possuem relação com a dívida de longo prazo da empresa São Carlos, algumas com correlação positiva como EVA, Dívida e FCFF e a outra com correlação negativa para o caso do Lucro Econômico e a Dívida.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste trabalho, foi estudada a relação entre dívidas de longo e prazo e a gestão baseada em valor, procurando evidências observáveis e estatisticamente significante entre as variáveis que compõem a teoria de valor e *valuation*, sendo aplicadas para companhias abertas do setor imobiliário, mais especificamente falando, das empresas *BR Properties* e São Carlos.

De modo a conseguir observar e comprovar a conexão proposta como pergunta de trabalho, foram pesquisadas teorias da gestão baseada em valor (GBV) e indicadores pertencentes a esta concepção, bem como teorias de avaliação econômico-financeira, ou seja, de *valuation* e todas as fórmulas necessárias para a consecução deste abalanzamento. Em seguida, foram analisadas as demonstrações financeiras e documentos contábeis das companhias anteriormente citadas de maneira a aplicar as fórmulas e concepções da gestão baseada em valor e de toda a teoria do *valuation* e avaliação econômico-financeira para o período de 2012 a 2016.

Foi constatado para esta janela de tempo de 5 anos que, para a companhia *BR Properties*, existe uma baixa correlação da variável Dívida com todas as outras medidas de gestão baseada em valor, além da medida FCFF de avaliação econômico-financeira, não sendo possível concluir uma relação entre a geração de valor e a contração de financiamentos e empréstimos para a empresa *BR Properties* no período de 2012 a 2016. No entanto, para a companhia São Carlos, os resultados foram diferentes. Existem correlações razoáveis e fortes, sendo que a Dívida relacionou negativamente com o EVA, razoavelmente com o Lucro Econômico e positivamente com o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF), mostrando e provando estatisticamente que a geração de valor possui relação com a dívida de longo prazo da companhia, sendo inversamente relacionadas como mostra a correlação de -0,83, evidenciando, assim, que a dívida pode contribuir para a destruição de valor da São Carlos, no período de 2012 a 2016.

O trabalho conseguiu mostrar uma relação entre financiamentos e empréstimos e geração de valor para as companhias *BR Properties* e São Carlos. Entretanto, é válido ressaltar que mais estudos sobre este assunto são necessários, bem como aprofundamento da análise econômico-financeira e contábil, procurando encontrar outros motivos, por exemplo, eventos não-recorrentes ou adaptações e ajustes contábeis que justificam ou não a relação entre gestão de valor e as dívidas de longo prazo, como no caso da *BR Properties*. Desta forma, pode-se descobrir mais variáveis específicas destas organizações pesquisadas anteriormente que possam exercer influência na gestão baseada em valor e no gerenciamento sustentável das dívidas das empresas, em especial, aquelas integrantes do mercado imobiliário tão necessitadas de capital para alavancar seus negócios.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Lara C.F. de; LEMES, Sirlei; OLIVEIRA, Valdiney A. de. *Gerenciamento de Resultados Contábeis por meio de Ativos Fiscais Diferidos*. Revista UnB Contábil, v. 11, n. 1-2, p.153-169. Brasília, 2008

[ALLEN, Franklin; MYERS, Stewart C; BREALEY, Richard A. *Principles of Corporate Finance*. International Edition. 9th Edition. McGraw Hill, 2008.](#)

ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation: Métricas de Valor e Avaliação de Empresas*. Editora Atlas. São Paulo, 2014.

CFA Level I Exam Prep Schweser 2015: Book 4 Corporate Finance, Portfolio Management and Equity Investments. Kaplan, Inc. 2014.

CFA Level I Exam Prep Schweser 2015: Book 5 Fixed Income, Derivatives and Alternative Investments. Kaplan, Inc. 2014.

CHAVANTES, Lucas F. *Um estudo do mercado imobiliário dos últimos anos: os casos dos postos de combustíveis*. Monografia de Final de Curso. Rio de Janeiro, 2015.

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd Edition*. Wiley Finance, 2002.

FALCÃO, Daniel F.; MÓL, Anderson R; PINTO, Leonardo J.S. *Emissão de debêntures e seu impacto nos indicadores de desempenho e financeiro: Um estudo comparativo entre empresas emissoras e não emissoras*. RAGC, v.3, n.8, p.1-16 /2015

FRANCO, Alexandre L. *A Estrutura de Capital e o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras*. III CONVIBRA: Congresso Virtual Brasileiro de Administração, 2006.

<http://www.innovarepesquisa.com.br/blog/o-mercado-imobiliario-brasil/> [acesado em 28/04/2017.](#)

<https://revista.zapimoveis.com.br/confira-uma-linha-do-tempo-sobre-a-venda-de-imoveis-no-brasil/> [acesado em 28/04/2017.](#)

<http://g1.globo.com/especial-publicitario/zap/imoveis/noticia/2016/04/o-auge-e-queda-do-mercado-imobiliario-em-uma-decada> [acesado em 28/04/2017.](#)

<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/evolucaomercado.pdf> acessado em 28/04/2017.

MACAULAY, Frederick. *Some Theoretical Problems Suggested by the Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*, pp 54-84 from National Bureau of Economic Research, Inc, 1938

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3 , pp. 261-297, June, 1958.

MYERS, Stewart C. *The Capital Structure Puzzle*. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, 1983, pp. 575-592, June, 1984.

OLIVEIRA, Celso M.. *Manual de direito empresarial*. IOB Thomson, São Paulo, 2005.

SANTOS, Bruno F. *Cálculo do custo médio ponderado do capital da empresa ABC S.A.* Universidade de Coimbra. Coimbra, Portugal, 2011.

STEVENSON, William J. *Estatística aplicada à administração*. Editora Harbra & Row do Brasil: São Paulo, 1981.