**Estudo de Caso 1**

Carla e Natão transformaram uma butique minúscula em uma pequena rede de lojas de moda de preço médio, muito chique, chamada Vestidos da Carla. Os dois se reuniram com o gestor da rede, André, para descobrir se estavam ou não atingindo resultados financeiros atraentes. André informou que deveriam medir o retorno sobre o capital investido do seu negócio: lucros operacionais após os impostos dividido pelo capital investido em capital de giro e ativo imobilizado. Com isso, poderiam comparar o retorno sobre o capital (ROIC) ao que poderiam obter se investissem o capital de outra forma -na bolsa, por exemplo.

Carla e Natão haviam investido 10 milhões de dólares no seu negócio, e em 2020 ganharam cerca de 1,8 milhões após os impostos, sem endividamento. Eles perguntaram a André qual seria o retorno que poderiam obter no mercado de ações, o qual respondeu que seria aproximadamente 10%. Era óbvio que o seu dinheiro estava rendendo 8% mais em comparação com à média oferecida pelo mercado de capitais, então, Carla e Natão, ficaram contentes com o desempenho do seu negócio.

André mencionou que o crescimento também é um elemento importante a ser considerado quando medimos o desempenho financeiro. A taxa de crescimento estava na faixa de 5% ao ano. Para crescer 5% e obter um ROI de 18%, eram necessários reinvestimentos do lucro de aproximadamente 28% todos os anos. Os 72% restantes dos lucros estavam disponíveis para serem retirados do negócio. Em 2020, assim, eles haviam gerado um fluxo de caixa livre de 1,3 milhões de dólares.

Outro ponto levantado por André é que as lojas da rede apresentavam retorno acima do custo de capital dado que os produtos eram exclusivos e a última moda, então seus clientes estavam dispostos a pagar preços maiores pelos vestidos do que os produtos de muitas outras lojas.

Entusiasmados com a performance financeira das lojas, Carla e Natão tiveram a ideia de reestruturar o modelo de negócios, o Empório da Carla, o qual pretendia aumentar mais ainda a geração de lucros a partir de lojas maiores, com uma gama mais ampla de roupas e acessórios criados pelos seus talentosos designers. Mas quando analisaram os resultados projetados viram que todo o novo investimento de capital para converter as

lojas reduziria o ROI e o fluxo de caixa durante quatro anos, apesar da receita e dos lucros crescerem mais rapidamente. Após quatro anos, o fluxo de caixa seria maior, mas não sabiam como comparar a redução do ROI e do fluxo de caixa no curto prazo com a melhoria no longo prazo.

André confirmou que essas eram perguntas relevantes e aconselhou o uso do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). O FCD é uma maneira de resumir o desempenho futuro da empresa em um único valor. Nesse caso, há a necessidade de se prever o fluxo de caixa futuro da empresa e descontá-lo a uma taxa que reflita o risco dessa série financeira, como os 10% ao ano informado por André. Com o novo conceito de negócios, entretanto, o valor do FCD seria de 62 milhões em comparação aos 53 milhões, caso não adotassem o novo conceito.

Quando Carla e Natão viram como medidas financeiras poderiam ajudá-los a construir um negócio mais valioso, começaram a formular mais perguntas sobre medição de valor. Carla perguntou se a sua estratégia deveria ser maximizar o retorno sobre o capital investido. Ela indicou o fato de que algumas lojas tinham desempenho superior às outras. Por exemplo, algumas tinham ROI de apenas 14%. Se o negócio fechasse as lojas de pior desempenho, o retorno sobre o capital investido médio seria maior.

Novamente, André aconselhou que não se deveria concentrar as decisões somente no ROI, mas na combinação de ROI e custo de capital. Uma métrica para tanto é a geração de valor econômico (GVE) ou, simplesmente, lucro econômico. Nesse caso, se fechassem as lojas com retorno menor, o ROI médio aumentaria para 19%, mas o lucro econômico cairia para 855 mil dólares. Isso acontece porque apesar de algumas lojas terem ROI menor do que as outras, as lojas com pior desempenho ainda ganhavam mais do que o custo de capital. Usando esse exemplo, André argumentou que a estratégia mais adequada é tentar maximizar o lucro econômico, não o ROI, no longo prazo.

Para Natão, entretanto, essa análise (lucro econômico) levava a uma preocupação prática. Com métodos diferentes disponíveis, não era óbvio qual usar. “Quando usamos o lucro econômico e quando usamos o FCD?”. André relatou que, sob os mesmos pressupostos, os resultados das duas abordagens são exatamente iguais.

Agora Carla e Natão tinham como identificar possíveis resultados de decisões estratégicas importantes. O Empório da Carla teve sucesso e, na próxima vez que

encontraram André, falaram sobre novas ambições: “Precisamos de mais capital para construir mais lojas”. Os dois estavam pedindo recomendações para entender como abrir o capital afetaria o desempenho financeiro e econômico da firma

André respondeu que este é o momento para aprender a diferença entre mercados financeiros e reais e qual a relação entre os dois. Precisa-se entender que um bom desempenho em um mercado não significa, necessariamente, um bom desempenho no outro. Quanto lucro e fluxo de caixa operacional estavam obtendo em relação aos investimentos que faziam? Estavam maximizando o seu lucro econômico e fluxo de caixa ao longo do tempo? No mercado real, a regra de decisão é simples: escolha estratégias ou tome decisões operacionais que maximizem o valor presente do fluxo de caixa futuro ou lucro econômico futuro.

André continuou sua explanação.

Quando uma empresa entra no mercado de capitais, as regras de decisão para o mercado real permanecem basicamente inalteradas. Mas a vida fica mais complicada, pois os gestores precisam, ao mesmo tempo, lidar com o mercado financeiro.

Quando uma empresa abre o seu capital e vende ações a uma ampla gama de investidores, que então negociam as suas ações em um mercado organizado, a interação (ou atividade de negociação) entre investidores, e até entre especuladores no mercado, define o preço das ações. O preço das ações é baseado no que os investidores acreditam que elas valham. Cada investidor decide qual deveria ser o valor das ações e faz transações no preço atual estar acima ou abaixo dessa estimativa do valor intrínseco.

O valor intrínseco se baseia nos fluxos de caixa futuros da empresa. Em essência, isso significa que os investidores estão pagando pelo desempenho que esperam que a empresa tenha no futuro, não pelo que a empresa fez no passado (e certamente não pelo custo dos ativos da empresa).

Carla interrompeu a explanação de André com o seguinte questionamento: “Nesse caso, quanto valeria as ações da empresa”. André respondeu que esperava que as ações apresentassem um valor próximo de $20 (por ação).

“Interessante”, disse Natão. “Porque a quantidade de capital que investimos é de apenas sete dólares por ação.” André respondeu que essa diferença significa que o

mercado estaria disposto a pagar um prêmio de 13 dólares pela empresa em relação ao capital investido em troca do lucro econômico futuro.

“Mas se nos pagam o prêmio na entrada, como os investidores ganham dinheiro?”, Carla perguntou.

André respondeu: “Talvez não ganhem. Vejamos o que acontece se a sua empresa tem exatamente o desempenho que você e o mercado esperam. Vamos avaliar a empresa cinco anos no futuro. Se o desempenho for exatamente igual ao esperado nos próximos cinco anos e se as expectativas não mudarem, sua empresa valerá 32 dólares por ação. Vamos supor que não tenha distribuído dividendos. Um investidor que comprou uma ação a 20 dólares poderá vende-la por aproximadamente 32 dólares em cinco anos. O retorno anualizado sobre o investimento seria de 10%, igual à taxa que usamos para descontar o seu desempenho futuro. O interessante é que a obtenção apenas do retorno esperado, o retorno para os acionistas será apenas igual ao custo de oportunidade deles. Mas se superar as expectativas, seus acionistas ganharão mais de 10%. E se ficar abaixo das expectativas, eles ganharão menos de 10%.”

“Então”, Carla concluiu, “o retorno para os investidores não é determinado pelo desempenho da empresa em si, mas pelo desempenho em relação às expectativas.”

“Exatamente”, respondeu André.

Carla parou para refletir sobre a conversa. Teve a convicção que há a necessidade de se administrar o desempenho da empresa nos mercados reais e nos mercados financeiros ao mesmo tempo. Depois de algum tempo explanou suas conclusões para André.

André respondeu: “caso criassem bastante valor no mercado real, por exemplo, se lucrassem mais do que o seu custo de capital e crescessem rapidamente, mas não se saíssem tão bem quanto os investidores esperavam, eles (investidores) ficariam decepcionados. Nesse sentido, os gestores tem uma missão dupla: maximizar o valor intrínseco da empresa e administrar adequadamente as expectativas do mercado financeiro.”

André continuou: “administrar as expectativas do mercado é complicado. Você não quer que as expectativas dos investidores sejam altas demais nem baixas demais. Já vimos empresas convencerem o mercado de que produziriam alto desempenho e não cumprir

essas promessas. Além dos preços das ações cair quando o mercado percebe que a empresa não está à altura, pode levar anos para reconquistar a credibilidade. Por outro lado, se as expectativas do mercado são baixas demais e você tem um preço baixo em relação às oportunidades à frente da empresa, pode acabar sendo alvo de uma tentativa de aquisição hostil.”

Após explorar essas questões, Carla e Natão sentiram-se preparados para abrir o capital da empresa. A dupla fez uma oferta pública inicial e levantou o capital de que precisava.

Fonte: Koller, Goedhart, & Wessels (2022, p. 17-25)

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2022). Avaliação de empresas (valuation): como medir e gerenciar o valor das empresas. 7o ed. Tradução: Francisco Araújo da Costa. Revisão Técnica: Guilherme Ribeiro de Macêdo Porto Alegre: Bookman.

**Pede-se:**

Desenvolva um texto abordando potenciais conflitos de agência entre Carla, Natão e André. Considere nas análises os diferentes ciclos de maturação do negócio: Vestidos da Carla, Empório da Carla e decisão de abertura de capital da firma. Adicionalmente, traga evidências de como os conflitos de agência identificados podem influenciar o processo de decisão de outros agentes econômicos, como credores, investidores atuais e potenciais e colaboradores.