Para empresas, dívida é bom, mas com responsabilidade!

***A dívida pode ser uma ferramenta poderosa para que uma empresa cresça, mas traz consigo prós e contras. O ponto indiscutível é que existe uma estrutura de capital ótima a ser buscada, através da qual a empresa balanceia dívida com patrimônio líquido em uma razão que maximize o seu valor.***

***\*Carlos Heitor Campani, Ph.D. em colaboração com Fabio Civiletti, M.Sc.***

Olá, pessoal! Hoje coescrevo com Fabio Civiletti, Diretor Executivo da iluminus – Academia de Finanças e Mestre em Finanças pela Université de Bordeaux. Fui seu orientador quando atuei como professor visitante dessa instituição há alguns anos e, desde então, desenvolvemos uma parceria, trabalhando em conjunto em diversos projetos de consultoria, bem como em programas de capacitação executiva.

Neste artigo, decidimos por trazer um tema extremamente relevante no universo de finanças corporativas: **estrutura de capital e suas implicações**. Trata-se de um assunto complexo, amplamente estudado e sobre o qual a grande maioria dos executivos – senão todos – se depara com decisões estratégicas que impactam de forma direta o sucesso de seus negócios. Naturalmente, não temos a pretensão de cobrir todo o arcabouço teórico em um único texto, mas, sim, apresentar ao leitor os principais achados da academia, sempre complementando com uma visão prática sobre o tema.

Quando uma empresa não possui caixa suficiente e precisa financiar ativos e/ou projetos, existem fundamentalmente duas fontes de capital a se acessar: acionistas (que aportam capital próprio, também referido como “*equity*”) e terceiros (que aportam capital na empresa em forma de dívida). Ao se depararem com uma nova necessidade de financiamento é papel dos executivos definir qual dessas fontes acessar, conhecendo as vantagens e desvantagens de cada uma, bem como os impactos de se modificar o equilíbrio dívida/*equity* da companhia.

No fim da década de 50, os economistas **Franco Modigliani** e **Merton Miller** publicaram um trabalho considerado por muitos o ponto de partida da administração financeira moderna. Nesse trabalho, avaliaram os impactos do endividamento de uma firma para a própria companhia e para seus acionistas, pautando, de início, o estudo em algumas premissas: considerou-se um mundo teórico no qual o mercado fosse perfeitamente eficiente (sem assimetria de informações entre os participantes), em que pessoas físicas e jurídicas fossem capazes de tomar empréstimos a um mesmo custo e em que não houvesse a incidência de tributos nem de custos transacionais. Essa avaliação resultou em alguns achados, comumente referidos como proposições. Provavelmente, a principal delas é que nesse mundo teórico, **o valor da empresa alavancada (com dívidas) equivale a seu valor sem dívidas** (isto é, a alavancagem por si só não gera valor adicional à firma). Sendo assim, bastaria, que o executivo comparasse o custo de capital próprio com o custo da dívida, optando sempre pela opção mais atrativa, já que o valor da firma seria indiferente à sua estrutura de capital.

Aqui, cabe um rápido panorama sobre o custo de capital. O custo de capital próprio pode ser associado ao custo de oportunidade do investidor – é a taxa justa para remunerar o acionista, tendo em vista o nível de risco do ativo em tela. Já o custo da dívida é referente aos juros a serem pagos para remunerar o credor que está cedendo aquele montante financeiro e, portanto, também exposto a riscos. O cálculo do primeiro é mais subjetivo, existindo diversos modelos que visam estimá-lo de forma adequada, como, por exemplo, o tradicional *CAPM* (“*Capital Asset Pricing Model*”). Por outro lado, o custo do capital de terceiros é mais objetivo e até observável (no caso de uma empresa de capital aberto, por exemplo, tais informações costumam constar nas notas explicativas de sua demonstração financeira). Entre ambos, em linhas gerais, espera-se que o custo de dívida seja inferior, por um motivo simples: os juros são pagos antes da distribuição de lucros, fazendo com que o acionista seja o “último da fila” e, portanto, esteja em posição mais arriscada.

Sucedendo essa primeira fase do estudo de Modigliani e Miller (e buscando garantir a aplicabilidade prática do trabalho, haja vista que as premissas iniciais não são atendidas no mundo real), o próximo passo foi avaliar como os tributos impactariam essa primeira proposição. E o impacto é significativo. Como mencionado acima, quando há dívidas, os credores têm seu risco recompensado por meio do recebimento de juros. Do ponto de vista contábil, os juros são análogos a despesas, portanto, reduzem a base tributária da empresa que os paga, fazendo com que sejam devidos menos impostos (no regime tradicional de lucro real). Ora, isso muda o jogo de forma significativa. A estrutura de capital da empresa frente a esse cenário é absolutamente relevante, pois, agora, **em teoria, quanto mais dívida, melhor.** Além de Modigliani e Miller, uma outra teoria posterior também revela um valor relativo da dívida: trata-se da teoria comportamental. Ao gerar a obrigação de honrar o pagamento de juros a credores (ao contrário do pagamento de dividendos a acionistas), uma estrutura de capital com mais dívida suscita maior compromisso com o fluxo de caixa, pressionando por maior eficiência na gestão do dinheiro da firma, o que, em geral, é positivamente percebido pelo mercado.

Ao avaliar empresas reais, o leitor não encontrará sequer uma estrutura de capital financiada única e exclusivamente por dívida. Então, o que explica essa disparidade entre o que aponta a teoria e o mundo real? Alguns motivos podem ser elencados. O primeiro deles é o fato de **o custo da dívida elevar conforme aumenta a alavancagem**: do ponto de vista do credor, quanto mais dívidas a empresa possui, maior é o risco de insolvência (isto é, de a firma não ser capaz de arcar com suas obrigações). Aqui cabe até um exercício lúdico para motivar uma reflexão sobre essa estrutura teórica: suponhamos uma empresa que possua seu financiamento 100% pautado em capital de terceiros. Nesse caso, não existem acionistas, sendo assim, a vantagem de receber antes deixa de existir, já que todos são credores. Por mais ilógico que possa parecer, a estrutura em questão é análoga à de uma empresa financiada totalmente por capital próprio – em uma empresa sem acionistas, todos são “acionistas” porque simplesmente correm o risco como tal. Frente a isso, dado que não ter dívidas significa abrir mão de um benefício fiscal relevante e ter 100% de dívidas é impraticável, resta claro que uma estrutura balanceada entre dívida e *equity* terá algum ponto ideal no qual o valor da empresa será maximizado. Executivos precisam, em consequência, buscar esse ponto.

Mas como medir a saúde financeira, em específico a capacidade de pagamento de dívidas de uma firma? Via de regra, o mercado avalia a **dívida líquida da empresa frente ao seu EBITDA** (em português, LAJIDA, que é o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização). Não existe um número preciso a partir do qual o endividamento deixa de ser saudável de acordo com essa métrica, mas, em geral, pela nossa experiência, bancos e instituições afins esperam algo em torno de uma dívida líquida que represente até 2 vezes o EBITDA da firma, podendo chegar a 4 vezes o EBITDA temporariamente, após um grande projeto ou aquisição. Aqui, ratificamos que não se trata de uma resposta firme, pois cada caso deve ser avaliado individualmente. Os números foram trazidos para que o leitor tenha uma noção do que se espera em linhas gerais para esse indicador.

Além do aumento das taxas de juros caso se façam necessárias novas captações, quando há risco real de insolvência, **há custos diretos e indiretos que** **reduzem os fluxos de caixa livres para acionistas**. Os custos diretos são mais fáceis de imaginar: no limite, uma empresa em recuperação judicial estará exposta a custos relevantes do processo, como, por exemplo, com honorários advocatícios. Já os custos indiretos são mais complexos e podem ser manifestar de algumas formas distintas, como, por exemplo, por meio da **redução da capacidade de realizar negócios** – quando a empresa se encontra nesse estágio, muitos clientes e fornecedores perdem a confiança, fazendo com que as vendas se reduzam e/ou os contratos de fornecimento se tornem menos competitivos. Aqui vale citar também como exemplo de custos indiretos os de agência, provenientes dos **conflitos de interesse entre acionistas e credores** quando o risco de falência passa a ser relevante (tema vasto, que por sua complexidade merece um artigo específico).

Dito tudo isso, a resposta à questão central do artigo é que existe, sim, um nível de alavancagem ótimo (e, portanto, uma estrutura de capital dívida/*equity* ótima) capaz de potencializar o valor da firma. O trabalho de Modigliani e Miller foi o ponto de partida e construiu a base para as discussões – ambos, inclusive, posteriormente receberam o prêmio Nobel de Economia –, mas no mundo real existe uma miríade de fatores que fazem com que a teoria ainda não tenha sido capaz de definir de forma precisa esse equilíbrio ótimo. Na prática, cada setor costuma convergir para uma estrutura típica, que acaba por ser função dos riscos e peculiaridades daquele determinado setor (previsibilidade dos fluxos, sensibilidade a fatores macroeconômicos *etc.*). Em suma, é papel importante dos executivos tentar buscar o cenário limite em que a empresa seja capaz de maximizar o benefício fiscal oriundo da captação de dívidas, porém, sem que isso represente um risco potencial percebido pelo mercado de que possa não honrar por completo com suas obrigações financeiras.

Convido a todos vocês a me seguirem no Instagram e Linkedin **@carlosheitorcampani.** Gosto de compartilhar bastante conteúdo em minhas redes sociais. Amo educação financeira. Adoro ter algum impacto positivo na sua vida de investimentos. Forte e respeitoso abraço em cada um de vocês.

***\* Carlos Heitor Campani é PhD em Finanças, Diretor Acadêmico da iluminus – Academia de Finanças e sócio fundador da CHC Finance. Ele pode ser encontrado em*** [***www.carlosheitorcampani.com***](http://www.carlosheitorcampani.com) ***e nas redes sociais: @carlosheitorcampani.***

***\*Fabio Civiletti é Mestre em Finanças, ramo no qual atua como consultor, professor e pesquisador, com especial apreço por valuation de empresas, projetos e ativos, gestão de portfólios e econometria. É consultor sênior da CHC Finance e Diretor Executivo da iluminus – Academia de Finanças.***