

Carlos A. Rocca

Diretor do Centro de Estudos do IBMEC e Sócio diretor da CRC Consultores Associados.
Director at the IBMEC Study Center and Executive Partner of CRC Consultores Associados.
crocca@uol.com.br

Lauro Modesto Santos Jr.

Superintendente do Centro de Estudos do IBMEC e sócio da CRC Consultores Associados.
Division Head at the IBMEC Study Center and Partner of CRC Consultores Associados.
lauromsj@uol.com.br

Novos desafios e oportunidades da gestão financeira das companhias abertas



O artigo assinado por Carlos Rocca e Lauro Modesto, respectivamente, Diretor e Superintendente do Centro de Estudos do Ibmecc, mostra que a redução da taxa de juros resgata a importância da gestão financeira na geração de valor para as companhias abertas. Eles lembram que, a partir do Plano Real, em 1994, os resultados reais de receitas financeiras eram equivalentes e, algumas vezes, superiores aos ganhos operacionais de algumas companhias. Tudo indica que este cenário não irá se repetir a médio prazo. Segundo os economistas, nos próximos anos, a taxa de juros deverá acompanhar o provável retorno das taxas internacionais, em particular as dos títulos do Tesouro dos EUA. Na simulação que fizeram até 2016, a taxa real estará em torno de 2,25% ao ano. Rocca e Modesto sugerem, no caso de companhias abertas, que a adequação da estrutura de capital pode ser buscada via aumento de capital ou recompra de ações.

A redução da taxa de juros para níveis mais baixos e compatíveis com a taxa de retorno dos ativos da maioria das empresas deve produzir impacto da maior relevância na gestão financeira das empresas e especialmente das companhias abertas. Os dois casos mais evidentes têm a ver com a necessidade de evitar o excesso de disponibilidades e a possibilidade de buscar a otimização da estrutura de capital, facultada pela redução do custo financeiro de instrumentos de dívida corporativa.

Faz parte da história recente da economia brasileira, pelo menos a partir do Plano Real em 1994, a observação de que em algumas empresas os resultados reais de receitas financeiras parecem ser equivalentes ou mesmo superiores aos resultados operacionais. A taxa real de juros de títulos públicos, que se manteve acima de 10% a.a. até 2006, oferecia a oportunidade de aplicações financeiras de elevada rentabilidade, frequentemente superior à dos ativos reais, combinada ainda com alta liquidez e risco de crédito virtualmente nulo. No Gráfico 1 é apresentada a evolução da taxa real de juros de 360 dias (swap DI) descontada pela expectativa de

variação do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), segundo a pesquisa FOCUS do Banco Central, desde janeiro de 2000.

Dada a forte redução da taxa de juros a partir de agosto de 2011, essa realidade ficou para trás. Atualmente, a

taxa de juros real “ex.ante” da maioria das aplicações financeiras líquidas tem sido negativa, após o desconto do Imposto de Renda (IR) e da taxa de administração no caso de fundos de investimento. Como se observa no Gráfico 1, em fevereiro de 2013 a taxa

Gráfico 1 / Chart 1

Taxa Real de Juros (Ex Ante sem desconto de tributos) swap DI 360 dias por IPCA Focus % ao ano

*Real Interest Rate (Ex Ante before tax)
360 day swap DI less IPCA – FOCUS – % per year*



New challenges and opportunities for the financial management of publicly held companies

The article signed by Carlos Rocca and Lauro Modesto, Director and Division Head of the Ibmecc Studies Center, shows that the reduction in the base rate has restored the importance of financial management for the creation of value in publicly held companies. They recall that, since the Plano Real of 1994, the real results for financial revenues had been the same, and sometimes greater, than operational earnings in some companies. All the indications are that this scenario

will not be repeated in the mid-term. In the opinion of economists, over the coming years interest rates should align themselves with projected international rates, particularly those of U.S. Treasury Bonds. In their simulation for the period up to 2016, the effective rate is projected at around 2.25% a year. Rocca and Modesto suggest that, in the case of publicly held companies, the required alterations to their capital structure could be achieved via increase in capital or repurchase of shares.

real bruta de 12 meses era de apenas 2% a.a. e o imposto de renda incide sobre a taxa nominal.

TENDÊNCIA DOS JUROS

Não se ignora que as taxas de juros atuais devam subir no curto prazo para enfrentar a inflação. Por outro lado, nos próximos anos sua elevação deverá acompanhar o provável retorno das taxas de juros internacionais e, em particular, as taxas dos títulos do Tesouro dos EUA aos níveis anteriores à crise de 2008. Entretanto, não se acredita que após esses movimentos a taxa de juros aumente até os elevados patamares que se observavam antes de 2011. Apenas para simular essa perspectiva, apresenta-se no Gráfico 2 um indicador da taxa real de juros no Brasil, construído a partir da adição do prêmio de risco país (Embi Br) à taxa real dos títulos do Tesouro dos EUA indexados ao CPI (TIPs) de 10 anos. Na simulação para os próximos anos, admite-se que a taxa real de juros dos TIPs (Treasury Inflation Protected Securities) retornem gradativamente

ao nível médio observado entre 2003 e 2009 (2,25% a.a.) até 2016. Admitindo que o risco país permaneça em 190 bp, valor médio dos últimos três anos, o indicador utilizado para a taxa real de juros no Brasil seria de 4,15% a.a., ainda compatível com custos financeiros de

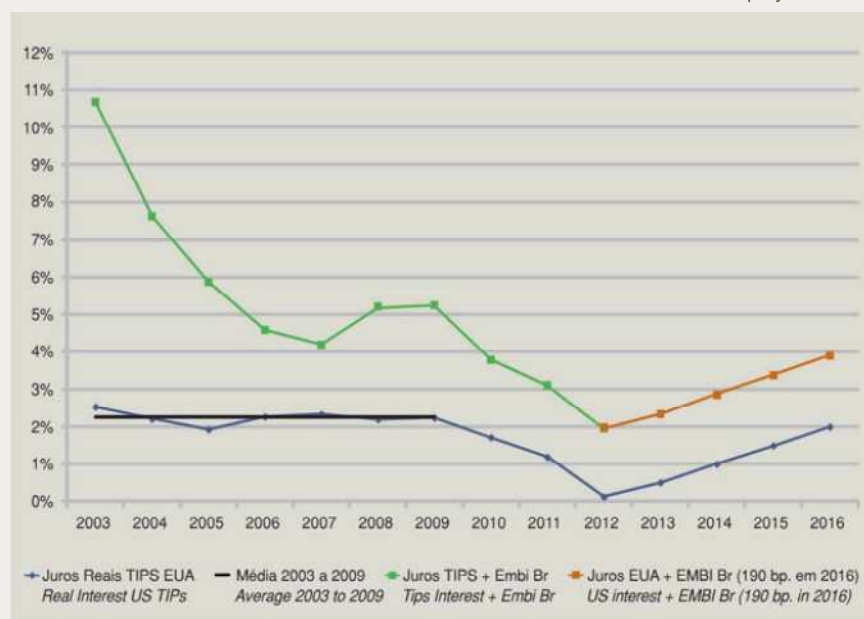
dívida corporativa em nível adequado para a maioria das empresas.

Nesse novo ambiente, muito diferente do que prevaleceu anteriormente, a manutenção de níveis de disponibilidade mais elevados que os necessários para manter a operação da empresa, além

Gráfico 2 / Chart 2

Cenário de Juros Reais – 2003 a 2012 efetivo e 2013 a 2016 projetado

Scenario for Real Interest Rates – 2003 to 2012 effective rates and 2013 to 2016 projected rates



The reduction in interest rates to levels that are more compatible with the rate of return on the majority of companies' assets will produce a major impact on the financial management of companies, above all publicly held ones. The two most evident cases in point are the requirement to avoid excess cash and the quest to optimize capital structure, aided by a reduction in the financial cost of corporate debt instruments.

It is a well known fact in recent Brazilian economic history, at least since the 1994 Plano Real, that the real financial results of some companies have surpassed their operational ones. The real interest on government securities, which remained at over 10% per year until 2006, offered the opportunity for financial investments with high return, frequently higher than that on real corporate assets, combined with high liquidity and virtually no credit risk. Chart 1 shows the evolution of the real 360 day interest rate (swap DI) since January 2000, after discounting projected inflation registered

in the General Consumer Price Index (IPCA), according to the Central Bank's FOCUS research.

All this was changed by the large reduction in interest rates from August 2011 on. Currently the ex ante real interest rate for the majority of liquid financial investments has been negative after deduction of income tax, and the administration fee in the case of investment funds. As is shown in Chart 1 the 12 month real gross rate was just 2% per year and income tax is charged on the nominal rate.

THE TREND FOR INTEREST RATES

It is clear that current interest rates must rise in the short term to contain inflation. However, over the coming years they should rise according to the projected return from international interest rates, notably the rates that were paid on U.S. Treasury Bonds before the 2008 crisis. After these adjustments it is believed they will not return to the high levels seen before

de representar grande desafio para a obtenção de alguma rentabilidade positiva, certamente implica redução de seus resultados. Num ambiente macroeconômico ainda marcado por incerteza e volatilidade elevada, operar com menores níveis de disponível requer mudança dos processos e sistemas de gestão financeira de modo a atingir esse objetivo com adequado controle de riscos de liquidez. A análise cuidadosa dos fatores que condicionam o comportamento dos fluxos de entrada e saída de caixa e de sua correlação com as principais variáveis macroeconômicas são componentes importantes desse novo modelo de gestão, sem contar a provável utilização de instrumentos de hedge.

NOVO DESAFIO

Por outro lado, o novo nível da taxa de juros coloca em evidência a necessidade de reavaliar a estrutura de capital visando agregar valor à empresa. No passado recente, a elevada taxa básica de juros, acrescida ainda do prêmio de risco dos títulos de dívida

privada, praticamente retirava da agenda do gestor financeiro das empresas a utilização desses instrumentos para reduzir o custo médio ponderado do capital (WACC¹). Na prática, essa oportunidade se limitava, na maioria dos casos, à contratação de financiamentos do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) ou à emissão de dívida no mercado internacional. No primeiro caso, trata-se tipicamente do acesso a linhas voltadas para o financiamento de projetos de investimento, num processo relativamente longo de aprovação, enquanto que o acesso ao mercado internacional de capitais é reservado apenas a um pequeno número de grandes empresas.

É importante observar que o mercado de dívida corporativa tem respondido positivamente à queda das taxas de juros e às mudanças favoráveis ocorridas no âmbito do quadro regulatório e tributário. A redução da taxa de juros de títulos públicos teve repercussão imediata no mercado de dívida privada. No caso das debêntures, as taxas médias calculadas a partir dos

preços praticados no seu mercado secundário aproximam-se das taxas médias do BNDES², como indicado no Gráfico 3. Para fins de comparação, apresenta-se no mesmo gráfico a evolução das taxas médias de juros do crédito bancário de recursos livres, que também têm apresentado tendência de queda a partir do segundo semestre de 2011, mas ainda se encontram em nível elevado.

CRESCE EMISSÃO DE DEBÊNTURES

Além da redução da taxa de juros, a partir de 2009 o mercado tem respondido também aos efeitos da Instrução CVM 476, que autorizou a emissão de títulos de dívida por parte de sociedades anônimas de capital fechado. Verifica-se a partir dessa data elevação significativa do número de emissões de debêntures, como se observa no Gráfico 4.

Não obstante algumas dessas emissões não tenham sido colocadas no mercado, tendo permanecido na carteira dos bancos³, essa constatação

2011. In order to simulate this projection, an indicator of the real interest rate is given in Chart 2, created from adding the Brazilian risk premium (Embi Br) to the real rate of ten-year U.S. treasury bonds linked to the Consumer Price Index (CPI) – (TIPs – Treasury Inflation-Protected Securities). In the simulation for the next few years, the premise is a gradual return of the TIPs' real interest rate, by 2016, to the average level paid between 2003 and 2009 (2.25% per year). Accepting that the country's risk will remain at 190 bp, the average value of the last three years, the indicator used for the real interest rate in Brazil would be 4.15% per year, a rate that would still be compatible, for the majority of companies, with the financial costs of corporate debt.

In this new environment, very different from that which previously prevailed, the maintenance of cash rates higher than those required to maintain the company's operation, in addition to representing a major challenge to obtaining positive returns, will certainly imply poorer results. In a

macroeconomic environment still characterized by uncertainty and high volatility, operating with lower cash levels demands altering financial management processes and systems in order to achieve this objective with the required risk and liquidity controls. Careful analysis of the factors that condition the behavior of cash inflow and outflow, and their correlation to the variable macroeconomic principles, are important components of the new management model, without excluding the probable use of hedging instruments.

Notas:

¹ O custo médio ponderado de capital considera o valor de mercado do patrimônio líquido e do capital de terceiros.

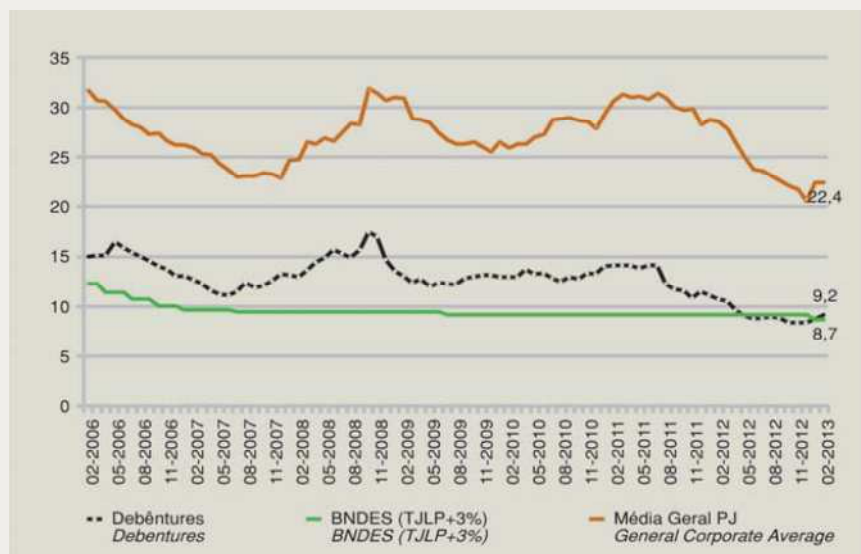
² Adota-se como taxa média do BNDES a TJLP acrescida de 3% aa.; as taxas das debêntures são calculadas pelo Centro de Estudos do IBMEC e disponíveis no site www.cemec.ibmec.org.br.

³ Dados da CETIP permitem estimar em 30% essa parcela.

Gráfico 3 / Chart 3

Taxas de Debêntures, BNDES e Média Geral PJ (% nominal ao ano)

Debentures – BNDES (TJLP+3%) – General Corporate Average (nominal % per year)



Fonte: BACEN e Centro de Estudos do IBMEC

Source: Central Bank and IBMEC Study Center

não invalida a importância desse movimento. Em apenas três anos e meio, de 1/2009, quando foi adotada a ICVM476, até 7/2012, 193 empresas fechadas emitiram debêntures. No período de sete anos e meio, de 2005 até 7/2012, 99 companhias abertas fizeram

emissões de debêntures com registro (ICVM400) e sem registro (ICVM 476). Na Tabela 1 são apresentados os dados obtidos com base em 299 companhias abertas não financeiras e 908 maiores empresas fechadas (fonte Maiores e Melhores e internet)

que cobriram quase a totalidade das empresas não financeiras e não holdings emissoras de debêntures para o período de 2005 a 2012 (julho).

Levando em conta que somente após 2009 a regulação permitiu a emissão de títulos de dívida por sociedades anônimas de capital fechado, o número médio anual de emissões no período de 3,5 anos (2009 a 7/2012) é de 53,1 emissões. Desse modo, 4,5% das 908 empresas fechadas consideradas na base de dados emitiram debêntures por ano. Curiosamente, essa média anual é praticamente idêntica à obtida para as companhias abertas: o número médio anual de emissões no período de 7,5 anos (2005 a 7/2012) é de 13,2 emissões, ou seja, 4,4% das 299 companhias abertas emitiram debêntures por ano no período de 2005 a 2012.

CUSTO DE CAPITAL

Considerado o desconto do imposto de renda, a média de custo financeiro das debêntures se situa atualmente abaixo da taxa de retorno

NEW CHALLENGE

However, the new level of interest rates emphasizes the need to reevaluate capital structure with the aim of aggregating corporate value. In the recent past the high basic interest rate, combined with the risk premium of private debt securities, virtually excluded the use of these instruments for the reduction of the weighted average capital cost (WACC¹) from financial managers' agendas. In practice, in the majority of cases this opportunity was limited to contracting funding from the National Development Bank (BNDES) or floating debt on the international market. In the former case, this would typically involve access to credit lines for financing investment projects, a process whose approval requires a relatively long period of time, whereas access to the international capital markets is reserved to a limited number of large corporations.

It is important to note that the corporate debt market has responded positively to the drop in interest rates as well as to

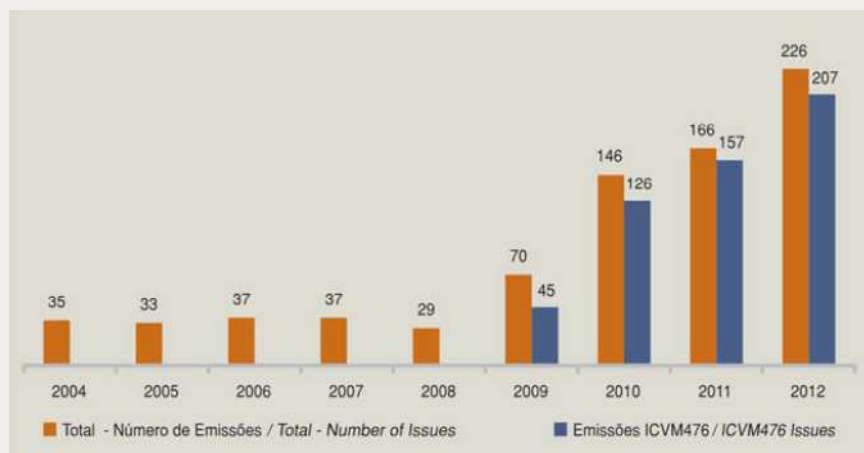
the favorable changes that have taken place in regulation and taxation areas. The reduction in the interest rate on government bonds had an immediate impact on the private debt market. In the case of debentures, the average rates calculated from the prices practiced on the secondary market are close to the average rates of BNDES², as shown in Chart 3. For the sake of comparison the chart also shows the evolution of the average bank credit interest rates for available funds, which have also shown a downward trend since the second quarter of 2011, although they still remain high.

INCREASE IN DEBENTURE ISSUES

In addition to the drop in interest rates, from 2009 the market has also reacted to the effects of Instruction nº 476 of the Securities Commission (CVM) which authorizes the issue of debt securities by limited liability companies. Since this date a significant increase in the number of debenture issues has been noted, as shown in Chart 4.

Número de Emissões de Debêntures

Number of Debenture Issues



Fonte: ANBIMA

Source: ANBIMA

Tabela 1 / Table 1

Emissões de Debêntures de Empresas Fechadas e Cias Abertas							
<i>Debenture Issues by Limited Liability and Publicly Held Companies</i>							
	Empresas (1) <i>Companies (1)</i>	%	Emitiu Debêntures (número) (2) <i>Issued Debentures (number) (2)</i>	%	% (2)/(1)	Emitiu Debêntures (valor R\$ milhões) <i>Issued Debentures (amount in R\$ millions)</i>	%
Aberta <i>Publicly Held</i>	299	24.8%	99	33.9%	33.1%	102.728	51.6%
S.A. de capital fechado <i>Limited Liability</i>	908	75.2%	193	66.1%	21.3%	96.350	48.4%
Total / Total	1207	100.0%	292	100.0%	24.2%	199.078	100.0%

Fonte: ANBIMA e Centro de estudos do IBMEC

Source: ANBIMA and IBMEC Study Center

The fact that some of these issues were not placed on the market, remaining in the banks' portfolios³, does not alter the importance of this trend. In just three and a half years, from January 2009, when the CVM Instruction was adopted, until July 2012, 193 limited liability companies issued registered (ICVM 400) and unregistered (ICVM 476) debentures. Table 1 shows the data obtained from 299 non-financial publicly held companies and 908 major limited liability companies (Source: Maiores e Melhores and the Internet), that include almost all the non-financial and non-holding companies that issued debentures during the period from 2005 to 2012 (July).

Considering that it was only after 2009 that the regulation allowed the issue of debt securities by limited liability companies, the annual average number of issues during the three and a half year period (Jan 2009 to July 2012) was 53.1. Thus 4.5% of the 908 limited liability companies used in the calculation issued yearly debentures. Curiously, this annual average is virtually identical to that obtained from the publicly

dos ativos da maioria das companhias abertas, observação que provavelmente se aplica também a outros instrumentos de dívida corporativa. Por exemplo, a distribuição acumulada da taxa de retorno do ativo (ROA), calculada para companhias abertas não financeiras com base nas demonstrações financeiras⁴ de 2012, mostra que isso é verdadeiro para cerca de 2/3 das empresas consideradas na amostra, como indicado no Gráfico 5.

É relevante notar que a taxa média de retorno dos ativos das companhias abertas em 2012 foi a menor dos últimos anos, da ordem de 8,4 a.a., contra a média de 12,6% a.a. nos três anos

Nota:

⁴ Exclusive Petrobras, Vale e Eletrobras.

held companies: the average annual number of issues for the seven and a half year period from Jan 2005 to July 2012 was 13.2 issues, which means that 4.4% of the 299 publicly held companies issued annual debentures between 2005 and 2012.

COST OF CAPITAL

Considering the deduction of income tax, the average financial cost of the debentures is currently lower than the rate

¹ The weighted average capital cost considers the market value of net equity and debt capital.

² The long-term interest rate (TJLP) + 3% is used as the average rate for the National Development Bank (BNDES); the debenture rates are calculated by the IBMEC Study Center and are available here: www.cemec.ibmec.org.br.

³ Data from CETIP allows for an estimate of 30%.

anteriores. Desse modo, passa a existir para a maioria das empresas a opção de acesso a operações de dívida no mercado doméstico a custos compatíveis com a taxa de retorno dos ativos, situação essa que provavelmente será mantida daqui por diante. Note-se que a colocação de instrumentos de dívida no mercado de

capitais não necessariamente se vincula ao financiamento de um particular projeto de investimento, o que agrega a essas operações uma característica de maior flexibilidade, além do fato de que as mesmas podem ser executadas em prazos relativamente curtos. Isso justifica examinar com maior atenção a

estrutura de capital, visando identificar a oportunidade de sua adequação, com o objetivo de otimizar o custo médio ponderado do capital.

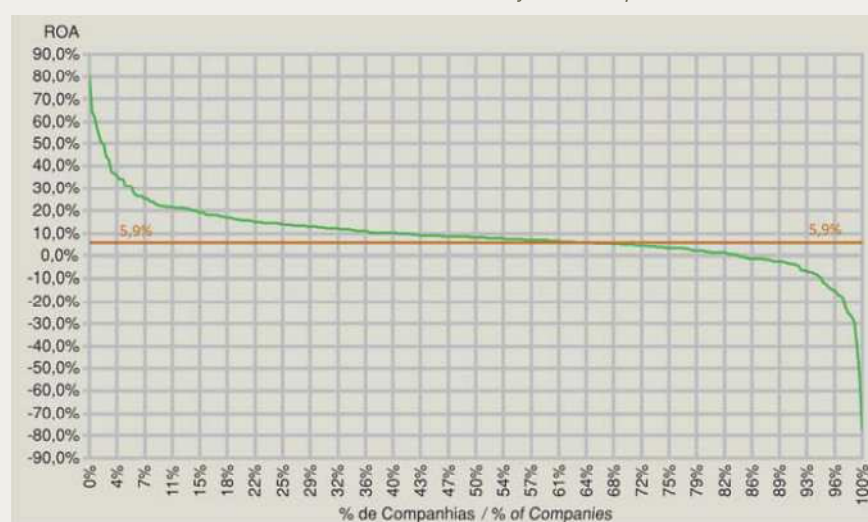
Embora uma avaliação realista dos benefícios potenciais em termos de agregação de valor para os acionistas deva ser feita com base em projeções de fluxos de caixa que incorporem as estratégias e cenários de cada empresa, algumas simulações de natureza estática sugerem que os benefícios podem ser relevantes. No Gráfico 6 é apresentado o resultado de uma simulação do impacto de níveis crescentes de endividamento financeiro (leverage) sobre o custo médio ponderado do capital e daí sobre o valor da empresa.

Nessa simulação, leva-se em conta o impacto de maior endividamento sobre o custo de capital próprio, refletido na elevação dos “betas” imputáveis às ações da companhia, que na simulação crescem de 0,7 para 2,93 quando a alavancagem se eleva de 0 para 80%. Por sua vez, admite-se que o custo do exigível financeiro líquido do imposto de renda suba de 5,5% a.a. para 9,7% a.a. nesse mesmo intervalo de endividamento.

Gráfico 5 / Chart 5

ROA e Custo de Debêntures Líq. IR – Cias Abertas 2012

ROA and Cost of Debentures after Income Tax – Publicly Held Companies 2012



Fonte: Economática e Centro de Estudos do IBMEC

Source: Economática and IBMEC Study Center

of return on the majority of publicly held companies' assets; an observation that is likely to also apply to other corporate debt instruments. For example, the accumulated distribution of the return on asset (ROA) rate calculated for non-financial publicly held companies⁴, based on 2012 financial statements, shows that this is true for approximately two thirds of the companies considered in the sample, as shown in Chart 5.

It should be noted that the average rate of return on publicly held company assets in 2012 was the lowest in recent years, around 8.4%, compared to an average of 12.6% per year for the previous three years. Thus the majority of companies now have the option of access to debt operations on the domestic market at costs compatible with the rate of return on assets, a situation that is likely to continue from now on. It can be seen that the placement of debt instruments on the capital markets is

not necessarily linked to the funding of a particular investment project, allowing these transactions to acquire a greater degree of flexibility, in addition to the fact that they can be executed in a relatively short period of time. Thus it is beneficial to examine the capital structure in greater detail, with an aim to identifying the opportunities for alterations with the aim of optimizing the weighted average capital cost.

Although a realistic assessment of the potential benefits in terms of aggregating value for the shareholders should be undertaken based on cash flow projections that incorporate the strategies and scenarios of the company concerned, a few simulations of a statistical nature indicate that these benefits can be considerable. Chart 6 shows the result of a simulation of the impact of growing levels of leverage on the weighted average capital cost and consequently on the value of the company.

In the simulation, the impact of greater debt on equity capital is taken into consideration, reflecting the increase of the 'betas' attributable to the company's shares, which in the

⁴ Excluding Petrobras, Vale and Eletrobras.

CONCLUSÃO

Como se observa, à medida que se eleva o endividamento da empresa o aumento da proporção da dívida tem efeito de reduzir o custo médio ponderado capital (WACC), efeito que é progressivamente compensado pelo aumento do risco. Essa elevação do risco é revelada pelo aumento dos “betas” e seus efeitos sobre o custo de capital próprio e pela elevação do custo financeiro de seus instrumentos de dívida. Quando esses dois movimentos se compensam, o custo médio ponderado do capital atinge seu valor mínimo (11,3% a.a.) e o valor da empresa é o máximo, na simulação cerca de 25% superior ao observado na situação de “leverage” nulo. Como é óbvio, daí por diante o aumento do nível de risco passa a predominar, do que resulta forte elevação do custo médio de capital, fazendo com que no nível de “leverage” de 80% o valor da empresa seja 42% inferior ao valor máximo.

Em conclusão, essas observações mostram de modo resumido e simplificado que a redução da taxa

de juros resgata a importância da gestão financeira na geração de valor da empresa. Embora as questões relacionadas com a gestão do disponível e da estrutura de capital tenham sido tratadas de modo independente, é importante registrar que, em qualquer caso concreto, trata-se de questões interdependentes a serem examinadas em conjunto levando em conta também

os preços de mercado. Por outro lado, deve-se lembrar de que, especialmente no caso de companhias abertas, a adequação da estrutura de capital pode ser buscada por medidas relacionadas com a dívida ou com o capital próprio, seja mediante aumento de capital seja via recompra de ações, dependendo das condições de mercado e da estratégia da empresa.

Gráfico 5 / Chart 5

ROA e Custo de Debêntures Líq. IR – Cias Abertas 2012

ROA and Cost of Debentures after Income Tax – Publicly Held Companies 2012



Fonte: Economática e Centro de Estudos do IBMEC

Source: Economática and IBMEC Study Center

simulation increase from 0.7 to 2.93 when leverage increases from 0 to 80%. In turn the cost of financial liabilities after income tax rises 5.5% per year to 9.7% per year during the same interval of indebtedness.

CONCLUSION

As has been seen, to the extent to which the company indebtedness is increased the increase in the proportion of the debt has the effect of reducing the weighted average capital cost (WACC), an effect that is progressively offset by the increase in risk. This increase in risk is revealed by the increase in the ‘betas’ and their effects on the cost of equity capital and by the increase in the financial cost of its debt instruments. When these two trends offset each other, the weighted average of capital cost reaches its lowest value (11.3% per year) and the company value is the maximum; in the simulation approximately 25% higher than that observed in a situation of zero leverage.

Obviously, from then on the increase in the level of risk becomes predominant, with the consequent large increase in the average capital cost, in such a way that with the level of leverage at 80% the value of the company is 42% less than its maximum value.

To conclude, these observations demonstrate in a resumed and simplified way that the reduction in the interest rate makes financial management important again for aggregating company value.

Although questions related to cash and capital structure management have been dealt with separately, it is important to note that in any real scenario the two are interdependent and require joint examination, taking market prices into consideration. However, it should be borne in mind that, especially in the case of publicly held companies, the adaptation of capital structure may be attempted through measures related to the debt or to equity, whether via capital increase or via repurchase of shares, depending on the market conditions and the strategy of the company.