

	Março*	2019	12 Meses	Início
Canepa Macro FIC FIM	0,92%	3,15%	5,75%	65,48%
CDI	0,20%	1,23%	6,05%	32,04%
% CDI	464%	213%	95%	204%

\*Cota do fechamento de 14/03/2019.

## ***Valuation e o politicamente (in)correto***

Nos transportemos para meados do século XIX, onde a escravidão ainda existia no Brasil. Suponhamos que as ações de duas fazendas fossem negociadas em uma hipotética Bolsa. A primeira era um engenho que contava com 500 escravos. Já a outra fazenda abrigava 1.500 escravos. Tudo mais constante em termos de projeções e taxa de desconto, qual seria o maior valor de mercado? Certamente, a ação do engenho com maior número de escravos que eram, na época, considerados ativos valiosos na produção, seja nos canaviais ou plantações de café. A escravidão era um costume aceito na sociedade, por incrível que isso possa parecer.

A partir dessa constatação histórica, fica a pergunta: Será que a sociedade hoje é mais evoluída do que era há dois séculos atrás? Somos seres humanos melhores? Trazendo para o final do século XX, será que as piadas dos Trapalhães, Chico Anysio ou Jô Soares, os bordões do Chacrinha ou as músicas do Tim Maia, politicamente incorretas pela ótica atual, os condena, de forma policialesca aos olhos de hoje, “culpados pelo pecado do preconceito”?

As discussões recentes confrontam a teoria clássica preconizada nos melhores livros de *valuation* – “o objetivo principal de uma companhia deve ser a maximização de valor para o acionista” - com uma teoria contemporânea que prega que “a meta principal de uma empresa deve ser a maximização do valor para todos os possuidores de interesses (os chamados *stakeholders* - acionistas, empregados, Governo, consumidores, credores e meio ambiente).

Outros objetivos menos cotados ainda persistem no tempo, como a busca pela maximização de receita. Aliás, quantas empresas já afundaram pelo desejo se ser a “maior” e não a “melhor”? Quantos impérios já vimos desmoronar de pretensos “Reis do aço, da soja ou do petróleo” no Brasil?

Adicionalmente, outra vertente defende que o objetivo principal deva ser a maximização de lucro (linha perigosa, por não contemplar investimentos físicos e de capital de giro na precificação da companhia).

A primeira pista dessa análise vem de uma constatação: Por que será que grandes empresas, sobretudo do setor financeiro, são as que mais divulgam investimentos em projetos sociais e de meio ambiente? Será que, por trás disso, não há uma tentativa de melhorar a imagem (e, por consequência, o valor) perante à sociedade ou a filantropia é o cerne real da questão?

O objetivo de maximizar o chamado “bem estar social” também suscita desconfiança. Suponhamos que uma empresa de 1.000 empregados sofra dificuldades financeiras. Parte da solução é a demissão de 300 funcionários. A meta de atingir plenamente o bem estar social, empurrada pela pressão por parte de sindicatos e fundações, impede essas demissões. A empresa, então, vai à falência. O resultado é que, ao invés de poupar 700 empregos, 1.000 são perdidos. Essa dicotomia desastrosa foi observada na falência da Varig no começo desse século.

Há contabilizados cerca de 50 fundos abertos ligados à responsabilidade social no Brasil, perfazendo aproximadamente R\$ 1 bilhão de patrimônio. Já no mundo, essa classe de fundos avançou bem mais, já representando 15% dos ativos sob gestão. Os critérios de escolha de ações excluem, por princípio, empresas dos setores de armas, jogos ou pornografia. Mas fica a pergunta: Por que vetar a fabricante de bombas e aceitar ações de empresas que, além aeronaves de transporte civil, produzem também aviões que jogam os explosivos? Por que proibir empresas de energia nuclear, mesmo sabendo que há aplicações importantes na engenharia e na medicina, que pode salvar vidas? Enfim, todas as moedas deveriam ser vistas dos dois lados.

Cabe ressaltar que desde que “o mundo é mundo” existem conflitos de interesses dentro das empresas: acionistas (querem mais risco, dividendos e ganhos de capital) x diretores (privilegiam salários e bônus); acionistas versus credores (querem menos risco, garantia de recebimento do empréstimo); diretores versus empregados (querem o segurança no emprego) e todos (querem pegar menos imposto) versus o Governo (quer arrecadar mais). Com o tempo, o mercado, se adaptando à teoria da responsabilidade social e corporativa, ajudou ao menos a pacificar essas relações.

Inevitável não citar a tragédia de Brumadinho da Vale do Rio Doce. Na atual sociedade, a penalização está longe de ser apenas financeira (custo de indenizações às famílias e recuperação da cidade). A empresa vê-se obrigada a fechar todas as barragens parecidas (10% da produção), a diretoria é demitida, os bancos tornam-se mais rigorosos nos empréstimos, as agências de *rating* colocam as notas sob revisão e, mais relevante para a *valuation*, uma taxa de desconto maior é aplicada pelo mercado. Dezenas de bilhões de reais são destruídos. A imagem da empresa, sem trocadilhos, é jogada

na lama e todos os dedos da responsabilidade social, corporativa e ambiental são apontados. Faz parte do jogo que a Vale falhou ao jogar.

Como resolver a disputa maniqueísta aparentemente inconciliável entre o “lado bom” que defende a responsabilidade social, ambiental e corporativa e o “lado mau” que advoga a tese de maximização de valor para o acionista? É mais simples que parece. Na verdade, cada sociedade admite e exige certos padrões de comportamento para pessoas e empresas, em determinado momento do tempo. Há países hoje com hábitos, leis e costumes completamente diferentes dos nossos e nem por isso podem ser considerados um povo pior. Cabe às pessoas e empresas entenderem isso e respeitarem o manual do momento, no dia a dia. Caso contrário, as empresas serão inexoravelmente penalizadas pelo mercado.

Portanto, como em qualquer época, a maximização do valor para o acionista é que deve prevalecer (atualmente, isso embute necessariamente todas as exigências da responsabilidade social, corporativa e ambiental; amanhã, a exigência pode ser outra). Se hoje a empresa for acusada de trabalho escravo, diferente do século 18, vai sofrer no preço das ações; se a companhia atacar o meio ambiente, vai sofrer destruição de valor por conta da imagem manchada que vai custar muito mais caro que a potencial simples reposição do dano. Se a empresa não participar de ações sociais, verá um catalisador a menos para o valor de suas ações.

Cabe reenfatizar que faz parte da estratégia das empresas as adaptações às exigências conjunturais da sociedade. Se, daqui a 50 anos, o tema da responsabilidade ambiental, social e corporativa sair de cena e a exigência for outra (por exemplo, pintar as matrizes de vermelho), haja tinta rubra. As empresas terão que se adaptar com um único objetivo: maximizar o valor do acionista. Esse objetivo único vai tornar as empresas fortes, com a criação emprego e renda para toda a sociedade, a principal função de uma companhia.

Alexandre Póvoa  
Presidente Canepa Asset Brasil

**Autor do livro: “Valuation, Como Precificar Ações” e “Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor”.**

[alexandre.povoa@canepaasset.com.br](mailto:alexandre.povoa@canepaasset.com.br)

Tel.: (21) 3034 1902