

1 Introdução

1.1. Problema de pesquisa

Diversos métodos são utilizados para o cálculo do valor justo de uma empresa. Dentre os métodos mais usados, está o método do fluxo de caixa descontado, onde os fluxos de caixa estimados da empresa são trazidos a valor presente por uma taxa para se chegar a uma estimativa de valor da empresa. Esta taxa é uma média ponderada do custo de capital próprio e do custo de capital de terceiros, sendo conhecida pela sigla WACC. No Brasil, entretanto, existe uma peculiaridade na legislação que influencia o método de cálculo do WACC: os Juros sobre Capital Próprio (JCP). Este fator permite que seja distribuído aos acionistas parte do lucro apurado, como remuneração pela utilização do capital próprio, podendo este montante ser deduzido do valor a ser pago no imposto de renda da pessoa jurídica, equivalente aos juros pagos a terceiros. Tal particularidade impacta diretamente no valor do WACC e conseqüentemente, no valor justo estimado das empresas que se utilizam do JCP. Deste modo, este estudo pretende adaptar a fórmula de cálculo do custo médio ponderado de capital para a realidade das empresas brasileiras, além de demonstrar o impacto desta alteração no cálculo do valor estimado de uma empresa atuante no país.

1.2. Objetivos

O objetivo geral deste trabalho é testar um modelo de cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC) adequado ao arcabouço jurídico e contábil brasileiro, considerando para tal, o impacto da utilização dos Juros Sobre Capital Próprio.

Como objetivos específicos, podemos citar:

- adequar a fórmula de cálculo do WACC, incluindo o JCP
- calcular o valor de uma empresa com o WACC tradicional
- calcular o valor da mesma empresa com o WACC adaptado
- comparar o valor da empresa nos dois métodos

1.3.

Limitação do estudo

Neste trabalho, adaptaremos a fórmula do WACC para a legislação brasileira, incluindo o JCP neste contexto, e testaremos esta nova fórmula no cálculo do valor de uma empresa brasileira que distribua JCP. Tal tentativa terá como objetivo estabelecer uma nova forma de avaliação para empresas brasileiras. Os resultados deste teste, porém, não podem ser estendidos para todos os segmentos e empresas, visto que nem todas as empresas distribuem JCP, sendo assim uma limitação deste estudo. Além disso, podemos apontar como limitação, a utilização de somente um método de avaliação de empresas, o Fluxo de Caixa Descontado, que possui suas restrições, por mais que seja o mais utilizado.

1.4.

Relevância

Em pesquisa realizada com executivos brasileiros, Martelanc (2005) aponta o Fluxo de Caixa Descontado como o método de avaliação de empresas mais utilizado no país. Pereiro (2001), em estudo semelhante, realizado na Argentina, também apontou tal método como o mais utilizado. Segundo Martins (2001), “o fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento.” Martelanc (2005) aponta como principais razões para a escolha deste método, a disponibilidade de informações e o tempo requerido para realização da avaliação. Entretanto, existem diversos fatores que devem ser analisados com cautela na avaliação de uma empresa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, como o horizonte do cálculo, as projeções de fluxos, o valor residual e a taxa de desconto. Este último, segundo Damodaran (1999), é o fator mais delicado dentre as etapas da avaliação de uma empresa por refletir aspectos de natureza subjetiva e variável

do investidor, tais como custo de oportunidade e percepção particular do risco do investimento. Este problema se agrava no arcabouço contábil e tributário brasileiro, onde além das dificuldades descritas acima, há a particularidade da possibilidade de distribuição de parte dos lucros como forma de remuneração do capital próprio, o que impacta diretamente no cálculo do custo médio ponderado de capital. Isto porque, a utilização do JCP permite que a empresa tenha um benefício fiscal, alterando, portanto, o custo do capital próprio e conseqüentemente o WACC, visto que este é uma combinação entre o custo de capital próprio e de terceiros. Desta forma, os fluxos de caixa projetados pelo método serão descontados por uma taxa que não reflete o verdadeiro custo de capital de uma empresa brasileira, podendo afetar significativamente o valor estimado para esta companhia. Tal deslize poderá resultar em avaliações errôneas e equivocadas de empresas, principalmente daquelas que utilizam o JCP até o seu limite legal.

Este trabalho tem relevância prática e acadêmica. No aspecto prático, contribuirá para uma melhor avaliação das empresas brasileiras pelos executivos e analistas, impactando diretamente nas aquisições e recomendações de compras das empresas. Já no aspecto acadêmico, este estudo contribuirá para a adaptação da teoria financeira internacional para a realidade brasileira, reduzindo a lacuna existente entre a teoria e a prática.

1.5. Estrutura da dissertação

Além da introdução, este trabalho conterà mais quatro capítulos. O segundo capítulo vai tratar da revisão da literatura sobre métodos de avaliação de empresas, destacando o método do fluxo de caixa descontado e o cálculo do WACC, além da apresentação da teoria e regulação sobre JCP. O terceiro capítulo apresentará a proposição de fórmula de cálculo do WACC no contexto contábil e tributário brasileiro. O quarto capítulo mostrará o estudo de caso de uma empresa brasileira que utiliza o JCP como forma de redução do custo médio ponderado de capital, comparando os valores estimados desta companhia com a utilização das fórmulas tradicional e proposta do WACC. O quinto capítulo discorrerá sobre as

conclusões e as recomendações do estudo, enquanto o sexto apresentará a bibliografia utilizada no trabalho.