

9

Conclusão

Com exceção da maneira de estimar a estrutura de capital utilizada como base para calcular o custo médio ponderado de capital, as demais premissas e modelos adotados pelos avaliadores e analistas que participaram das ofertas públicas de ações no Brasil são similares às observadas por Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998), ajustando-as aos riscos inerentes à economia emergente brasileira.

No Brasil, ao invés de se trabalhar com *ratios* reais de capital próprio e dívida, levando em consideração as individualidades de cada empresa e setor, como observado pelos autores na pesquisa realizada nos Estados Unidos, costuma-se utilizar, com grande frequência, uma estrutura de capital alvo sempre muito próximas a 70% de capital próprio para 30% de dívida. Apesar de estudos, como o de Leal (2008), mostrarem que esse ratio representa a média nacional, a sua simples aceitação, sem levar em consideração a realidade das empresas, pode distorcer muito os seus resultados individuais.

Enquanto os avaliadores das ofertas públicas de ações se preocuparam em apresentar detalhadamente a metodologia adotada em cada premissa e explicar como chegaram aos resultados finais, os avaliadores das ofertas públicas iniciais de ações se esforçaram mais em apresentar números, sem grandes compromissos em explicar a metodologia e a origem dos mesmos.

Por isso, para fazer uma comparação entre OPAs e IPOs, modelamos cada um dos grupos, conforme seus avaliadores o fizeram. Em ambos os casos, montamos o modelo conforme a metodologia mais aceita que foi o CAPM ajustado ao risco país.

Começando pelos IPOs, a taxa livre de risco média foi de 4,22% e o prêmio de risco médio de 4,668%. Considerando o beta médio de 1,1825 (desconsiderando setorialmente as empresas desse grupo) e o risco país médio de 304,29 pontos base, chegamos ao custo de capital próprio de 12,78%. Como a

representatividade do beta médio é fraca, faremos posteriormente uma comparação entre os modelos para betas iguais.

Para calcular o custo médio ponderado de capital, utilizamos a estrutura de capital média utilizadas pelos avaliadores dos IPOs que foi de 70,33% *equity* para 29,66% *debt*. Utilizando uma alíquota marginal de 34% para imposto de renda e contribuição social, e o custo de capital de terceiros próximo a 16%, chegamos ao WACC de 12,12%.

Nas OPAs, a taxa livre de risco mais utilizada veio do retorno das Treasuries de 10 anos emitidas pelo governo norte americano, que foi na média 4,26%. Os prêmios de risco, que foram retirados de fontes diversas, ficaram na média em 5,82%. O beta 1,1365 (desconsiderando setorialmente as empresas desse grupo). Os prêmios de risco país vieram preponderantemente do EMBI+ Brazil calculado pelo JP Morgan, e ficaram na média 344 pontos base. Com esses dados, chegamos ao custo de capital próprio de 14,31%.

Para calcular o custo médio ponderado de capital, utilizamos a estrutura de capital média utilizadas pelos avaliadores das OPAs que foi de 72,51% *equity* para 27,49% *debt*. Utilizando uma alíquota marginal de 34% para imposto de renda e contribuição social, e o custo de capital de terceiros próximo a 11,08%, chegamos ao WACC de 12,39%.

Esses números, porém, possuem duas variáveis com baixa representatividade. A primeira é o custo de capital de terceiros, que não foram amplamente divulgados, e por isso foi estimado por conta de chegada, dado o WACC médio divulgado pelos avaliadores. A segunda é o beta, que como vimos, são específicos de cada empresa, e os avaliadores dos IPOs praticamente divulgaram números sem grandes explicações.

Para ilustrar o impacto das demais premissas, desenhando um cenário com ambas as variáveis iguais, com beta igual a 1 e o custo de capital de terceiros 15%, temos uma diferença entre os custos de capitais próprio de 11,93% nas OPAs para 12,52% nos IPOs. Isso pode indicar a existência de uma tendência de adoção de números mais conservadores por parte dos avaliadores das OPAs pela necessidade de enviar detalhadamente a metodologia de cálculo para a CVM. Novos pesquisadores podem trabalhar no sentido de quantificar e qualificar a intensidade dessas diferenças. O WACC ficou 11,33% nas IPOs contra 12,52% nas OPAs.

Tabela 11: Comparação entre premissas - IPO e OPA - betas e custo de capital de terceiros igualados

Premissas	IPO	OPA
Taxa livre de risco	4,22%	4,26%
Prêmio de risco	4,67%	5,82%
Beta	1	1
Risco país	3,04%	3,44%
Custo do Capital Próprio	11,93%	13,52%
Equity	70,33%	72,51%
Debt	29,67%	27,49%
Custo do Capital de terceiros	15,00%	15,00%
Impostos	34,00%	34,00%
WACC	11,33%	12,52%

Fonte: Própria

Esse resultado evidência o viés mais conservador por parte dos avaliadores das OPAs, principalmente a variável prêmio de risco de mercado, cuja média ficou mais de 1% acima da média utilizada pelos avaliadores dos IPOs. A perpetuidade, que tem uma participação muito significativa na explicação do valor econômico final recomendado, não teve uma discrepância muito significativa entre as ofertas, tendo uma relação com o que se espera de crescimento econômico do país.

Mas de uma maneira geral, tanto nas OPAs quanto nos IPOs, os avaliadores buscaram utilizar modelos amplamente aceitos, e premissas razoáveis, que quando comparados com o que ocorreu de fato na média do período, como vimos no prêmio de risco, no crescimento utilizado na perpetuidade e em outras variáveis, apresentaram resultados consistentes.

O que significa dizer que, no curto prazo, não seria razoável esperar que os principais agentes financeiros fizessem alguma avaliação de empresa, principalmente no que se refere à avaliação do custo de capital, seja para oferta pública de ações como para oferta inicial de ações, com as principais práticas de avaliação do custo de capital nas ofertas públicas de ações no Brasil entre 2004 e 2008 descritas abaixo.

Tabela 12: Resumo das principais práticas de avaliação do custo de capital observados

Metodologia	Fluxo de Caixa Descontado
Custo de Capital Próprio	CAPM + Risco País
Parâmetro de Risco País	EMBI+ Brazil
Taxa Livre de Risco	Treasuries 10 anos
Prêmio de Risco de Mercado (Fonte)	Ibbotson Associates (implicitamente S&P 500 histórico contra Treasuries bonds de 30 anos)
Beta	Média dos betas desalavancados de companhias comparáveis (EUA) publicamente divulgados realavancados pela estrutura de capital alvo.
Horizonte de Projeção (Fluxo)	9,71 anos
Estrutura de Capital Alvo	71,42% - 28,58%
	Não existe um consenso:
Crescimento na Perpetuidade	- Crescimento real do PIB projetado (EUA ou Local) - Inflação de longo prazo projetado (EUA ou Local)
Peso da Perpetuidade no Valor Final	54,47%

Fonte: Própria