

1 Introdução

Com o propósito de identificar as principais práticas de avaliação de empresas no Brasil, especificamente no que se refere ao custo de capital, observamos, na prática, como os principais agentes financeiros apreçaram as maiores ofertas públicas de ações ocorridas no Brasil entre os anos de 2004 e 2008.

Fizemos um paralelo com um dos principais artigos acadêmicos a respeito das práticas de estimação do custo de capital das empresas. Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998), em “*Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*”, entrevistaram vinte e sete empresas de grande porte, sete consultorias financeiras e sete referências literárias; e concluíram (a) que o fluxo de caixa descontado é a técnica dominante de avaliação econômica das empresas; (b) o WACC é a taxa de desconto dominante nas análises por fluxo de caixa; (c) a estrutura de capital alvo se baseia na relação de sua dívida sobre o seu valor de mercado; (d) e o CAPM é o modelo dominante para se estimar o custo do capital próprio.

No lugar de entrevistas, analisamos as 50 maiores ofertas públicas de ações ocorridas no Brasil. Mapeamos as principais premissas adotadas e quais foram as fontes utilizadas no cálculo de cada uma delas. Além de atualizar o assunto, pudemos verificar que no Brasil se trabalha com modelos amplamente aceitos e premissas conservadoras que podem refletir um cenário real no futuro.

Essa conclusão é importante por dois motivos. O primeiro deles é que, dentro desse universo de ofertas públicas, principalmente as ofertas iniciais de ações, que não possuem referência de preço por ação listada em bolsa, podem existir interesses dos controladores e dos distribuidores de inflar o preço da ação. Em segundo lugar, o período de 2003 a 2008 foi marcado por períodos de grande instabilidade, principalmente no Brasil, que passou por uma troca de governo que trouxe grandes incertezas com relação ao futuro econômico do país, uma taxa de câmbio muito volátil, que teve seu máximo em 3.2118 e mínimo de 1.5600, e uma

taxa de juros cuja meta SELIC variou do seu máximo a 19,75% ao ano e 13,75% ao ano nominal. Com tanta instabilidade, a adoção de premissas conservadoras se torna vital para a consistência dos resultados.

Cabe aqui ressaltar que as ofertas públicas de ações e as ofertas iniciais de ações, apesar de serem públicas, possuem algumas características que as distinguem. Tais diferenças podem ser significativas a ponto de influenciar as suas avaliações, e por isso, em alguns momentos, serão tratadas distintamente por OPA (Oferta Pública de Ação) e IPO (sigla em inglês para Oferta Inicial de Ações, amplamente utilizada no mercado) ao longo do trabalho.

As OPAs, regulamentadas pela instrução da CVM nº 436, de 5 de julho de 2006, podem ser motivadas para aquisição de ações por cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle da companhia aberta listada em bolsa ou para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários. Após 2006, os avaliadores foram orientados a avaliar as empresas por pelos menos três critérios: preço médio ponderado da cotação da ação objeto dos últimos 12 meses; pelo valor patrimonial líquido por ação da companhia e; pelo valor econômico, podendo este seguir as seguintes metodologias: a) Fluxo de Caixa Descontado; b) Múltiplos de Mercado ou; c) Algum critério escolhido pelo avaliador, mas que seja aceito pela atividade da companhia e aceito também pela própria CVM.

Com essas regras, a CVM buscou cercar os avaliadores cujas intenções pudessem ferir os interesses dos acionistas minoritários com ofertas que pudessem beneficiar apenas os acionistas majoritários. A avaliação pela cotação média ponderada das ações, grosso modo, refletiria o preço que o mercado considera justo por ação. Porém, em casos de pouca liquidez ou pouca diluição das ações, esses preços podem ser manipulados e por isso foi instituída a metodologia pelo valor patrimonial líquido, que é valor tangível. Finalmente, ela abre a possibilidade para uma avaliação econômica, que reflita a capacidade futura da companhia de gerar valor, abrindo então as metodologias possíveis acima.

No caso dos IPOs, a companhia tem por objetivo abrir seu capital em bolsa de valores e captar recursos, ou seja, investidores interessados em se tornar sócios dela. Não existem cotações em bolsa, e nenhuma companhia até hoje abriu o seu capital pelo valor patrimonial líquido por ação. As instituições financeiras contratadas para fazer a abertura de capital fazem avaliações econômicas e buscam investidores para participar da oferta. Nesse processo, também chamado de bookbuilding, busca-se o preço ótimo para a oferta e demanda. Mas é claro que quanto maior for número de compradores, maior o preço da colocação, e maior o retorno dos controladores e distribuidores responsáveis pela oferta.

Apesar dos critérios sugeridos pela CVM, observamos sete metodologias utilizadas nos relatórios. São elas:

- Fluxo de caixa descontado
- Múltiplos de mercado
- Valor Patrimonial Contábil
- Preço médio ponderado das ações
- Transação Recente
- STPM (Sum of the parts model)
- NAVM (Net asset value model)

A avaliação utilizada como base deste projeto foi o fluxo de caixa descontado, pois incorpora as variáveis chaves que analisamos ao longo do projeto, e permitem comparação relativa entre empresas de segmentos diversos, além de ser a principal metodologia aplicada pelos avaliadores de uma maneira geral. As avaliações por múltiplos de empresas comparáveis (geralmente empresas do mesmo setor) também foram relativamente bastante utilizadas, mas incorporam as naturezas específicas dos respectivos setores nas quais estão envolvidas, e carregam múltiplos financeiros que são muito singulares às regiões e segmentos nas quais estão inseridas.

As avaliações por valor patrimonial contábil e por preço médio ponderado de ações não trazem informações qualitativas a respeito das empresas. No caso da avaliação patrimonial contábil, aparecem com muita frequência nas OPAs por exigência da CVM, mas nenhuma avaliação de IPO citou esse tipo de avaliação. Não é muito comum observar empresas sendo negociadas a valor patrimonial a menos que estejam em situações delicadas de caixa ou dívida.

O modelo de transação recente foi observado em duas ocasiões. Em ambos os casos, uma empresa A comprou uma empresa B que era acionista de uma empresa C listada em bolsa. Os valores da negociação da compra da empresa B pela A foram então objeto de referência para o preço oferecido de A para C. Esse tipo de transação não traz nenhuma informação qualitativa para o preço pago de A para B, dado que não se sabe como foi avaliada a primeira transação.

Finalmente os modelos STPM (Sum of The Parts Model) e NAVM (Net Asset Value Model) foram utilizados apenas uma vez cada. O modelo STPM desmembra os negócios de uma determinada companhia e avalia seus projetos separadamente, geralmente utilizados quando existem novos projetos relevantes, ou projetos internos em estágios de maturação diferentes ou passando por fases cíclicas distintas.

O modelo NAVM considera o valor dos ativos de uma companhia, descontando as suas obrigações. Ambos os modelos são específicos para cada empresa, e não permitem comparações qualitativas entre as empresas analisadas. Somado a isso, sua pouca utilização os fizeram pouco relevantes para a finalidade deste trabalho.