

## 5. Conclusões

Dentre as ferramentas tradicionais de avaliação de ativos é necessário rever suas premissas quando se trata de um ativo de capital fechado, inclusive em países onde o mercado de capitais se aproxima das condições ideais, ou seja, altamente globalizado, eficiente e bem desenvolvido, como o dos Estados Unidos. Isto ocorre porque há inúmeras incertezas na definição de premissas de modelos importantes de avaliação de ativos, desde a projeção dos fluxos de caixa até a taxa de desconto e retorno ideal, e é neste último que o CAPM se insere. Tais problemas tendem a se tornarem maiores em países emergentes, dado suas assimetrias de mercado.

Em relação aos países emergentes, o Brasil tem posição de destaque. Há não muito tempo, o país sofria com hiperinflação, alta dívida pública e incertezas políticas, e foi apenas com a implantação do Plano Real em 1994 que o país passou a ser mais estável e com fundamentos mais sólidos. Desta forma, essa evolução da economia brasileira permitiu o crescimento significativo do mercado financeiro como um todo e proporcionou a possibilidade de avaliar de forma mais precisa as oportunidades de investimento.

Neste contexto, esta dissertação verifica as limitações do CAPM, decompondo os principais riscos não sistemáticos – tamanho, controle e iliquidez – que o modelo desconsidera e que podem impactar diretamente na avaliação do ativo, dependendo de suas características. Estas restrições são evidentes no caso de empresas privadas, e a combinação de tais riscos irá permitir o cálculo do desconto deste tipo de companhia em relação à empresa pública, que *a priori* se aproxima mais das hipóteses do CAPM. Posteriormente, faz-se uma breve revisão de literatura em relação às evidências do desconto da companhia privada, o que possibilita a conclusão que tal desconto de fato parece existir, em especial no mercado norte-americano que é principal foco dos estudos.

No terceiro capítulo, há a descrição da metodologia utilizada, que é baseada no estudo de Pereiro (2001). A base de dados incluiu informações de negociações entre empresas privadas e públicas do mercado brasileiro no período de 2000 a 2013. Dado os entraves de informações em relação às transações privadas, fez-se necessário apenas utilizar o múltiplo P/L como parâmetro de valor relativo. Da amostra, resultaram 30 transações que foram separadas em subgrupos pareados a fim de reduzir o viés de possíveis influências de *market timing* e de seleção. Após a filtragem dos dados, o quarto capítulo expõe os cálculos dos possíveis efeitos não sistemáticos e observou-se que o efeito liquidez é o único estatisticamente significativo com 5% de significância, com um fator de desconto de 41,5%. Já o desconto por tamanho e o prêmio de controle foram de 9,2% e 15,2%, respectivamente.

Conclui-se que o impacto dos efeitos não sistemáticos dependem de qual cenário que a empresa privada se encontra. De fato, a empresa privada que é pequena e a negociação de suas ações é de uma posição minoritária, tende a sofrer mais os impactos de tais riscos, representando um desconto de 47% deste tipo de empresa em relação a uma de setor similar, maior porte e, principalmente, listada em bolsa.

Os resultados do mercado brasileiro não podem ser integralmente comparáveis às conclusões obtidas no mercado argentino pelo artigo original de Pereiro (2001). Na Argentina, todos os efeitos obtiveram valores expressivos, e naquele trabalho, o desconto pelo tamanho foi o maior, com 51,3%, enquanto o prêmio do controle foi de 38,7% e o desconto de iliquidez correspondeu a 34,9%. No entanto, o estudo de Pereiro utilizou uma amostra da década anterior a este estudo. Além disso, a economia argentina possui historicamente um mercado de capitais menor que o brasileiro, não apenas de forma absoluta, como também em relação ao PIB. Em termos relativos, o mercado brasileiro se assemelha mais a um mercado eficiente e desenvolvido do que aquele observado na Argentina de Pereiro, o que tende a efeitos não sistemáticos menos relevantes no Brasil.

Cabe notar que os resultados desta dissertação são passíveis de críticas. Devido às limitações do banco de dados e às peculiaridades das especificações do modelo, não foi possível obter uma amostra grande. Isso se deve principalmente a

problemas de disponibilidade e qualidade das informações financeiras de empresas privadas, impossibilitando inclusive a validação da metodologia utilizando outros indicadores de valor, em especial o EV/EBITDA, que utiliza a geração de lucro operacional e não sofre influência da estrutura de capital da companhia. Além disso, o banco de dados foi obtido através do Bloomberg, que apesar da sua reputação e importância como ferramenta cotidiana no mercado financeiro, a fonte e metodologia das informações ali publicadas são passíveis de questionamentos.

Por fim, mesmo reconhecendo as limitações deste estudo e a necessidade da interpretação dos dados com olhar crítico, as conclusões aqui obtidas contribuem para a análise da avaliação de ativos privados no Brasil. Inclusive, vale observar que tais resultados quantificam o desconto desses ativos não negociáveis em bolsa, evidenciando o que na prática já se acreditava – um ativo público, líquido é consideravelmente mais valioso do que um ativo similar privado.

## **5.1. Sugestões para Pesquisas Futuras**

Não há uma única resposta sobre qual o melhor método para se avaliar de forma relativa o desconto (ou prêmio) entre o valor de uma companhia privada e uma companhia pública. A inexistência de uma base de dados ao alcance da autora impossibilitou que a metodologia aqui executada através do P/L fosse extrapolada para um indicador *a priori* com menos chance de ruído, como o EV/EBITDA. Logo, a utilização de um banco de dados mais poderoso possibilitaria o uso de outros múltiplos e, quiçá, a ampliação da amostra, o que poderia reforçar a significância estatística e os resultados aqui obtidos.

Caso haja um banco de dados mais completo, poderia ser possível verificar o tamanho do desconto (ou prêmio) de empresa privada vis-à-vis empresas públicas ao longo de um horizonte temporal. Tal informação permitiria avaliar como tal fator se comporta conforme o acontecimento de eventos econômicos e de mercado, possibilitando analisar situações onde a falta liquidez possa ser uma causa exógena e não apenas intrínseca às empresas privadas negociadas durante o intervalo de estudo, impactando de forma diferenciada o PCD.