

1. O Problema da Pesquisa

Este primeiro capítulo introduz o problema do estudo, apresentando os objetivos gerais e específicos da pesquisa. Em seguida, são apresentadas a delimitação do estudo, a relevância do tema e a organização do trabalho.

1.1. Introdução

A decisão de investir é crítica para as empresas. Todas as empresas, de qualquer tamanho e ramo de atividade, investem para atingir seu objetivo final de criar valor para seus acionistas ou controladores, seus empregados e as sociedades em que atuam. Investem em ativos fixos (instalações, fábricas, edifícios, terrenos e equipamentos), inventário (estoques de matérias primas e produtos acabados), clientes e fornecedores (benfeitorias, empréstimos, adiantamentos, “cash grants”), e seus recursos humanos (treinamentos e desenvolvimento de talentos).

Grandes corporações têm suas ações negociadas em bolsas de valores e, caso apresentem retorno sobre capital inferior à expectativa de seus acionistas, estes venderão suas ações para buscar outros investimentos, agravando o problema de perda de valor. Podem reinvestir seu capital em ações de outras empresas, títulos (“bonds”) de empresas ou governos, fundos de investimentos, imóveis, moedas, entre diversas opções. Ou, simplesmente, podem gastar este dinheiro.

Resumindo, existem diversas opções para empregar o capital disponível e, portanto, a expectativa em relação ao retorno que este capital vai gerar é muito elevada. Portanto, atualmente uma das medidas de desempenho financeiro mais importantes para as corporações, se não for a principal, é o retorno sobre o capital empregado (ROCE – “Return on Capital Employed”). Por exemplo, é a medida de desempenho financeiro adotada para benchmarking pelas grandes corporações da indústria de energia – definição mais atual, abrangente e adequada para as grandes companhias de petróleo.

Colocando a questão de outra forma, o “preço do capital” exigido pelo investidor, ou o custo de capital pago pela corporação, é muito alto.

Pelas razões expostas acima, o Custo de Capital é um tema central em Finanças Corporativas. O custo de capital das corporações tem impacto decisivo sobre seus processos decisórios mais importantes, análises de lucratividade, e avaliações de desempenho financeiro. Entre vários exemplos, destacam-se a escolha da estrutura de capital ideal e decisões de investimento e abandono de investimentos. A base destes processos decisórios é comparar o retorno esperado das oportunidades de investimento ou o retorno real dos ativos existentes com o custo de capital.

Diversos autores realizaram estudos acadêmicos sobre as práticas de decisão de investimentos e estimativa do custo de capital de corporações norte-americanas, entre os quais estão os seguintes trabalhos de pesquisa: Gitman e Forrester (1977); Gitman e Mercurio (1982); Moore e Reichert (1983); Bierman (1993); Trahan e Gitman (1995); Bruner (1998); Block (2000); Graham e Harvey (2001 e 2002).

O trabalho de pesquisa liderado pelo Prof. Robert F. Bruner da Darden School da Universidade da Virgínia (“Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis”, 1998) diferencia-se por ter como amostra um grupo muito pequeno, mas seletivo, de corporações e bancos de investimento reconhecidos pela sofisticação de suas práticas financeiras, no intuito de conhecer as melhores práticas de custo de capital nos E.U.A., e por recorrer a entrevistas telefônicas ao invés de envio de questionários. Outro ponto de destaque é seu foco em áreas de estimativa de custo de capital em que a teoria de Finanças Corporativas se omite ou é ambígua.

Outro trabalho que merece destaque é o do Prof. Luis E. Pereiro da Universidade Torcuato Di Tella (“Valuing Companies in Latin America: What Are the Key Issues for Practitioners?”, 2002). Apresenta com uma grande riqueza de detalhes as melhores práticas de avaliação de empresas e custo de capital na Argentina e tem como base de comparação os resultados da pesquisa do Prof.

Bruner. É um trabalho de pesquisa pioneiro na América Latina e sua publicação é extremamente oportuna, pois atualmente diversas economias emergentes da América Latina e de outras regiões vivem processos de abertura, com a intensificação de investimentos estrangeiros diretos, privatizações, e atividades de fusões e aquisições.

Dando prosseguimento às pesquisas dos Prof. Robert F. Bruner e Luis E. Pereiro, o presente trabalho procura conhecer as práticas de estimativa de custo de capital das corporações brasileiras, de capital nacional ou estrangeiro, contribuindo para o conhecimento sobre a América Latina no tema Custo de Capital e servindo de referência para futuras pesquisas nesta importante área de Finanças Corporativas.

O trabalho busca também analisar se estas práticas são adequadas para a realidade brasileira.

1.2. Objetivos do Estudo

Este trabalho tem por objetivo final apresentar as melhores práticas de estimativa de custo de capital no Brasil e, portanto, oferecer às comunidades acadêmica e corporativa um serviço público – uma referência prática e de uso imediato nesta área de Finanças Corporativas.

Os objetivos intermediários do trabalho são:

- Conhecer as práticas de custo de capital de corporações brasileiras de capital nacional.
- Conhecer as práticas de custo de capital de corporações brasileiras de capital estrangeiro.
- Comparar os resultados das corporações brasileiras com os das corporações norte-americanas e argentinas apresentados pelos trabalhos dos Prof. Robert F. Bruner e Luis E. Pereiro, respectivamente.

- Avaliar a adequação das práticas de custo de capital adotadas no Brasil à realidade do País.

A fim de atingir os objetivos do trabalho, será efetuada junto às grandes corporações brasileiras uma pesquisa de campo sobre suas práticas de custo de capital próprio e avaliação de empresas de capital privado. Os temas abordados são:

- Métodos para avaliar oportunidades de investimento
- Taxa de desconto
- WACC (Custo Médio Ponderado de Capital)
- Custo de endividamento
- Custo de capital próprio (ações preferenciais e ordinárias)
- Taxa livre de risco e prêmio de risco
- Coeficiente β

1.3. Delimitação do Estudo

O foco da pesquisa são as grandes corporações que atuam nos diversos setores da economia brasileira, sendo incluídas na investigação tanto corporações de capital nacional quanto corporações de capital estrangeiro. Apesar de não ocorrer seleção de ramos de atividade específicos ou determinada origem do capital, existe uma preocupação central de pesquisar corporações que fazem uso intensivo de capital ou se destacam pela sofisticação de suas práticas em Finanças Corporativas, como grandes indústrias mecânicas e químicas, indústrias de papel e celulose, grandes distribuidoras de derivados de petróleo, distribuidoras de energia e instituições financeiras.

Quanto à delimitação geográfica, a pesquisa se concentra em corporações situadas nos Estados do Rio de Janeiro e São Paulo. O foco geográfico no eixo Rio – São Paulo deve-se a diversos fatores:

- Trata-se da região economicamente mais desenvolvida do Brasil. As práticas de Finanças Corporativas mais sofisticadas encontram-se nesta região.
- É uma região importante para realização de pesquisas de práticas corporativas, pois concentrava 45,77% do PIB brasileiro em 2001 (fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais).
- A concentração econômica facilita a coleta de dados. A relação das associadas de grande porte da FIESP (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo) corresponde a aproximadamente 90% da lista de corporações a serem abordadas nesta pesquisa.

Quanto à delimitação temporal, pretende-se estudar as melhores práticas de estimativa de custo de capital vigentes no primeiro semestre de 2003.

Não faz parte do escopo desta pesquisa a avaliação de ativos de renda fixa, nem de portfólios de títulos.

1.4. Relevância do Estudo

Anualmente, em todo o mundo, as corporações destinam centenas de bilhões de dólares para seus projetos de investimento, com o objetivo final de maximizar a geração de valor (riqueza) para seus acionistas e controladores. Estes projetos de investimento possibilitam a continuidade e a expansão dos negócios existentes e o desenvolvimento de novos negócios. As oportunidades de investimento são numerosas e variadas, mas os recursos – o capital disponível – são limitados.

Considerando-se o montante envolvido e o objetivo final, a decisão de investir é extremamente crítica para as corporações e, portanto, o Custo de Capital é um tema de grande relevância para Finanças Corporativas.

A rejeição de um projeto de investimento evita perda de valor para a corporação, se for corretamente decidida. Entretanto, pode também significar a

perda de uma oportunidade valiosa, no caso de uma decisão equivocada. Um custo de capital calculado de forma inadequada e excessivamente alto pode causar esta decisão equivocada.

O custo de capital em países emergentes merece grande destaque. Isto não se deve somente a maior volatilidade de suas economias, mas também ao benefício potencial que investir em países emergentes representa para corporações globais.

A fim de garantir um retorno atraente e reduzir a volatilidade de seus resultados (reduzir o risco), estas corporações diversificam seu portfólio de ativos investindo em vários mercados emergentes, onde podem encontrar diversas vantagens em relação aos mercados maduros, como grande potencial de crescimento, margens mais elevadas, concorrência menos sofisticada e ainda pouco acirrada, além de incentivos dos governos locais.

O Brasil é um caso muito interessante para estudos de custo de capital, pois:

- É a segunda maior economia da América Latina. O México e a Argentina são a primeira e a terceira economias da região, respectivamente.
- Apesar de ser altamente dependente de créditos externos, sua economia tem dinâmica própria devido ao seu porte.
- Existem grandes corporações de capital nacional, permitindo uma comparação com corporações de capital estrangeiro que atuam no País.

Com a disponibilidade de dados sobre as melhores práticas de estimativa de custo de capital no Brasil e na Argentina, bastaria agregar os resultados de um estudo sobre o México para obter um quadro bastante representativo da América Latina. Trata-se de suas três maiores economias, que também se destacam pela presença de grupos econômicos locais fortes. De acordo com o Banco Mundial (2003), as economias destes países correspondiam a 71% do PIB da América Latina e Caribe em 2002.

Finalmente, o objetivo principal do trabalho é oferecer às comunidades acadêmica e corporativa uma referência prática e de uso imediato no tema Custo de Capital, que ainda gera diversas dúvidas e divergências entre os profissionais de Finanças Corporativas.

1.5. Organização do Trabalho

O presente trabalho está organizado em cinco capítulos. O segundo capítulo é o referencial teórico. Introduz os principais conceitos em avaliação de investimentos e custo de capital, aponta as definições existentes na literatura, e também revela pontos em que a aplicação da teoria de custo de capital ainda gera controvérsias entre os profissionais da área de Finanças Corporativas.

No terceiro capítulo, a metodologia adotada é apresentada e explicada: a estratégia de pesquisa utilizada, a elaboração do instrumento de coleta de dados, a seleção da amostra, e como os dados foram coletados e analisados. Também são apresentadas as vantagens e limitações desta metodologia.

No quarto capítulo, são apresentados e comentados os resultados desta pesquisa. Estes resultados são analisados, inclusive sob o ponto de vista de sua adequação à realidade brasileira, e comparados com os resultados dos trabalhos de pesquisa realizados pelos Prof. Robert F. Bruner e Luis E. Pereiro sobre corporações norte-americanas e argentinas, respectivamente. As principais similaridades e diferenças são apresentadas e discutidas neste capítulo.

As conclusões deste trabalho de pesquisa e recomendações para trabalhos futuros são apresentadas no quinto capítulo.