5. Conclusão

Como as pesquisas de Bruner (1998) nos E.U.A. e Pereiro (2002) na Argentina, o presente trabalho apresenta as melhores práticas de custo de capital e avaliação de oportunidades de investimentos no Brasil, e um de seus objetivos intermediários é comparar práticas nos três países.

As práticas de avaliação de investimentos nestes três países são consistentes com a melhor bibliografia norte-americana de Finanças Corporativas, predominando as tradicionais técnicas de DCF.

Embora sejam utilizados por todas as corporações financeiras pesquisadas nos três países, os múltiplos são ferramentas secundárias na Argentina e no Brasil, porque a pequena quantidade de empresas e transações comparáveis nestes países e a falta de dados sobre estes comparáveis dificultam bastante sua aplicação e limitam sua relevância.

No caso de aplicação das técnicas de DCF por corporações de capital estrangeiro, é freqüente a utilização de taxas de desconto determinadas pela matriz. Portanto, elimina-se a complexa tarefa de determinar a taxa de desconto e o emprego deste método torna-se muito mais fácil.

Os métodos mais recentes de avaliação de investimentos, como “option pricing” e EVA, ainda são pouco utilizados na Argentina e no Brasil, onde complementam a análise de DCF. A complexidade da teoria de “option pricing” também afeta sua popularidade, apesar de ser uma poderosa ferramenta por capturar os valores “fora do alcance” da análise de DCF.

As pesquisas na Argentina e no Brasil confirmam a boa prática geral de considerar um valor terminal nas análises de DCF. O principal procedimento de estimativa de valor terminal é o modelo de DCF com perpetuidade, conforme recomendado pela melhor bibliografia.

Quanto à relação entre a taxa de desconto em análises de DCF e o custo de capital, quase todos os respondentes nos três países empregam alguma forma de custo de capital como taxa de desconto, i.e. o custo de capital é contabilizado como taxa de desconto. Outro fato relevante mostrado pelas pesquisas é a adoção do conceito de WACC pela grande maioria das corporações e dos consultores financeiros nestes três países. Ambas práticas são recomendadas pela melhor bibliografia pesquisada por Bruner (1998).

A comparação das práticas de estimativa do custo dos componentes do capital nos três países resulta em várias observações interessantes:

- Muitos respondentes nos três países cometem o erro conceitual de não utilizar custo marginal de dívida. No Brasil, quase metade das corporações financeiras e não-financeiras pesquisadas utilizam o custo médio atual.
- O CAPM é bastante conhecido e popular nos E.U.A., na Argentina e entre as corporações financeiras brasileiras. Este modelo também é muito utilizado por corporações não-financeiras brasileiras de capital nacional. A baixa frequência de utilização entre seus pares de capital estrangeiro indica que autonomia para determinar custo de capital próprio não é comum neste grupo de corporações.
- O APT não é usado na Argentina e no Brasil. É uma teoria mais complexa e sua utilização nestes países não é compensadora. A alta volatilidade e a baixa confiabilidade dos dados macroeconômicos desafiam potenciais usuários do APT em países emergentes.
- Embora o CAPM original empregue taxas de retorno de curto prazo, a grande maioria de seus usuários nos E.U.A., na Argentina e no Brasil prefere utilizar títulos do Tesouro norte-americano de longo prazo como a taxa livre de risco. Afinal, avaliam investimentos de longo prazo.
- Portanto, geralmente os respondentes na Argentina e no Brasil não adicionam um “country spread” diretamente à taxa livre de risco. Mas podem adicionar o “country spread” ao CAPM para aplicar o modelo localmente (CAPM local), conforme recomendado pelo banco Goldman Sachs.

- Geralmente analistas financeiros na Argentina e no Brasil utilizam betas norte-americanos sem ajustá-los, evidenciando a complexidade da tarefa de calcular betas em economias emergentes.
- O mercado norte-americano também é a principal referência para o cálculo do prêmio de risco de mercado. O S&P 500 é o índice de mercado mais utilizado. Os índices locais (Merval e Ibovespa) têm um histórico de grande volatilidade e seu portfólio é muito pequeno em relação aos índices dos E.U.A.
- Geralmente as corporações pesquisadas nos três países não consideram o risco não-sistemático ou risco específico da empresa. É muito importante notar que este risco pode ser considerável em mercados emergentes, onde as chances de diversificação são menores e as empresas de capital fechado são comuns.
- Quanto à atualização do custo de capital, a frequência anual é bastante comum entre as corporações não-financeiras dos três países.
- Embora a idéia de risco do CAPM seja baseada na covariância entre o retorno de uma ação e o do mercado, as pesquisas na Argentina e no Brasil mostram que a probabilidade de perda e a variância dos retornos são as definições mais populares de risco, enquanto a covariância não é relevante. A importância da probabilidade de perda pode ser uma característica de mercados emergentes. A popularidade do indicador “payback”, uma medida de liquidez, é outro indício desta possível opinião comum.

Em termos gerais, as práticas de custo de capital dos respondentes na Argentina e no Brasil estão alinhadas com as melhores práticas norte-americanas reveladas por Bruner (1998). No entanto, os resultados das pesquisas nos dois países mostram a dificuldade de aplicação da teoria de custo de capital em economias emergentes devido à falta de dados de boa qualidade sobre seus mercados e suas empresas. A utilização freqüente de referências norte-americanas, muitas vezes sem os devidos ajustes, evidencia este problema.

Embora a taxa de resposta do presente trabalho seja muito baixa, a participação de grandes corporações financeiras e não-financeiras, incluindo diversos líderes em suas respectivas indústrias, tornam seus resultados altamente

relevantes. A baixa taxa de resposta indica que a teoria de custo capital ainda é pouco difundida entre as corporações brasileiras.

Uma recomendação para as pesquisas futuras é buscar parcerias com associações e entidades de classe como as Câmaras Americanas de Comércio e a FIESP para facilitar o acesso a uma amostra significativa de corporações.

Finalmente, é importante observar que o presente trabalho será uma referência e um incentivo para pesquisas futuras sobre as práticas de custo de capital no Brasil, um tema ainda pouco explorado. A publicação de seus resultados contribuirá para a compreensão do tema no meio corporativo e, portanto, a obtenção de taxas de respostas mais altas no futuro.