

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Pró-Reitoria de Pesquisa

Projeto de Pesquisa - Iniciação Científica

**Oferta Pública de Ações no Brasil: análise crítica das premissas
utilizadas nos laudos de avaliação**

Public Offering of Shares in Brazil: critical analysis of assumptions used in valuation reports

Área do Conhecimento: Ciências Sociais e Aplicadas - Ciências Contábeis

Palavras: avaliação, risco, custo de capital, custo das dívidas, custo do capital próprio, regulação.

Unidade: FEARP-USP

Orientador:

Pesquisadores: 1

Resumo:

Durante a última crise financeira, 2007 – 2008, com a derrocada dos preços das ações, o valor de mercado das empresas listadas na Bovespa caiu significativamente. Esta situação pôde indicar que o patrimônio líquido contabilizado estava superior ao valor de mercado, ou seja, que a realização ordenada dos ativos líquidos individuais tinha mais valor que a cotação da empresa em bolsa de valores. A possibilidade de recomprar suas ações próprias, que apresentam um preço muito abaixo do seu suposto valor justo, representa em alguns casos uma tentativa da gestão da empresa em sinalizar sua confiança no negócio para que indiretamente possa ocasionar uma elevação futura da cotação do título patrimonial. Porém, o sucesso da oferta de recompra e os regulamentos do mercado financeiro preveem a realização de laudos de avaliação qualificados que suportem o preço estipulado para a proposta aos acionistas. Assim, analisar a qualidade dos laudos de avaliação das ofertas de recompras, atentando suas aderências teóricas as mais difundidas técnicas de avaliação de ativos é o objetivo desta pesquisa, que acredita possa encontrar padrões consistentes nos laudos avaliados, mas sobretudo, premissas inconsistentes que possam vir a ser corrigidas em futuras avaliações, beneficiando a lisura e a qualidade da negociação.

Julho 2017

Introdução

No final de 2007 e durante o ano de 2008 as bolsas de valores do mundo inteiro sucumbiram as notícias originadas do mercado norte-americano – derrocada de instituições financeiras tradicionais ocasionada pela inadimplência das hipotecas e da fertilidade de títulos daí criados. No mercado brasileiro a nossa principal bolsa também sentiu os efeitos da globalização dos mercados financeiros e das informações – o enfraquecimento do crédito e o deterioramento do preço das ações das empresas brasileiras.

Em momentos em que a economia está desacelerada e as bolsas de valores refletem esta situação econômica e, em casos mais extremos como os observados recentemente no mercado internacional e com reflexos também aqui, em que as ações das empresas brasileiras na BM&FBOvespa (B3) perderam muito valor de mercado, aparentemente as empresas, temendo uma desvalorização excessiva de seus títulos, abriram processos de recompra de suas ações na bolsa paulista. De 2002 a 2017 foram realizados diversos programas de recompra de ações no mercado brasileiro, principalmente entre os anos 2002 e 2010.

Nestes casos Ross (2002) afirma que na verdade a recompra se trata de uma oportunidade de investimento da empresa face a sobra de caixa, já que há uma reação favorável e imediata do mercado de ações ao anuncio de uma recompra (Vermaelen, 1981; Moreira e Procianoy, 2000).

Ross (2002) afirma que a recompra de ações também é uma alternativa à distribuição de lucros sob a forma de dividendos em dinheiro, já que representa um complemento à política de dividendos, onde os dividendos são tributados na pessoa física do acionista.

Com a posse das ações a empresa pode decidir guardá-las em tesouraria ou cancelá-las. Teoricamente cada uma dessas alternativas apresenta consequências em sua utilização:

- Em tesouraria, a empresa aumenta a liquidez das ações e o lucro por ação não é alterado, pois o número de ações continua o mesmo. Nestes casos as ações podem ser usadas para conceder benefícios através de opções aos executivos e, o comportamento do preço das ações influencia o resultado da empresa.
- No cancelamento, a empresa reduz a liquidez das ações, o lucro por ação se eleva devido ao número reduzido de ações e o acionista remanescente é beneficiado. Com o cancelamento a empresa fica liberada para fazer um novo programa de recompra.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (2017), uma oferta pública de aquisição de ações (OPA), *é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a um preço e prazo determinados, respeitando determinadas condições. O intuito é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de alienar*

as suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia. As OPA's podem ser obrigatórias ou voluntárias.

Independente de ser obrigatória ou voluntária, as OPA's devem observar alguns procedimentos gerais estabelecidos na instrução CVM 361, de 05 de maio de 2002, no que se refere, entre outros assuntos, a princípios gerais, formas de liquidação financeira, intermediação, avaliação, instrumento de OPA, publicação e o leilão.

Já que a chave para investir e gerenciar ativos, reais ou financeiros, com sucesso não está na compreensão do montante do valor encontrado, mas nas fontes do valor e, de fato, existe incerteza associada a qualquer avaliação, seja pelo ativo a ser avaliado, mas sobretudo pelo modelo de avaliação utilizado (Damodaran, 2005), compreender e analisar as avaliações realizadas no âmbito do mercado financeiro nacional para as ofertas de recompra de ações, soa significativa e deve ensejar o uso mais consistente das principais abordagens para a:

1. Avaliação pelo fluxo de caixa descontado.
2. Avaliação relativa ou por múltiplos.
3. Avaliação por opções reais.

Objetivos

A decisão de recomprar e cancelar as ações representa um aumento potencial na remuneração dos acionistas remanescentes – o lucro total distribuído é repartido por um número menor de ações, portanto, haverá um aumento do lucro por ação. Entretanto, se no momento da decisão a economia viver uma crise de crédito, seria este o melhor momento ou a melhor decisão a ser tomada? Haja vista a aplicação do reduzido caixa da empresa.

A justificativa para tais operações está na tentativa da empresa em sinalizar sua própria confiança no negócio, indicando aos investidores que os preços dos papéis estão abaixo do valor justo. Teoricamente essa decisão deveria aumentar o preço das ações em virtude do conjunto de informações possuídas pela empresa em relação ao seu negócio. Entretanto, as cotações das ações das empresas podem apresentar uma redução do preço durante os programas de recompra.

Segundo a CVM (2017) à avaliação da companhia para determinação do preço da OPA, sempre que a oferta for realizada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, exceto na hipótese de OPA por alienação de controle, deverá ser elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

Na hipótese de um ou mais acionistas minoritários, titulares de pelo menos 10% (dez por cento) das Ações em Circulação não concordarem com o preço oferecido na OPA, tais acionistas poderão

requerer a realização de Assembleia, exclusivamente de acionistas minoritários, para deliberar sobre a realização de nova avaliação.

É importante destacar que, caso o resultado da nova avaliação seja igual ou inferior ao preço por ação utilizado na OPA, os acionistas que tiverem tomado à iniciativa ou que votaram favoravelmente a requerer a realização da Assembleia deverão arcar com os custos incorridos pela companhia referentes à nova avaliação, que referem-se não somente aos custos do avaliador, mas também a publicações de convocação de assembleia, ata da assembleia, entre outros.

Se o resultado da nova avaliação for melhor que o preço utilizado na OPA, este novo valor prevalecerá, facultando-se ao ofertante desistir do processo de cancelamento de registro.

Independentemente do tipo de oferta de compra proposto e, sua finalidade, o objetivo desta pesquisa é analisar as premissas usadas nos modelos de avaliação do patrimônio das empresas e suas ações nos laudos de avaliação realizados nas ofertas públicas de aquisição (OPA) – recompra de ações, no mercado brasileiro.

Finalidade e Relevância

Espera-se que os resultados possam representar uma semente para a mudança ou fertilizante para a manutenção na forma como as empresas avaliam os seus próprios instrumentos patrimoniais para proposta de recompra de suas ações.

Materiais e Métodos

Nesta pesquisa será realizado um estudo exploratório sobre as principais teorias, regulações e modelos de avaliação, de recompra de ações, de risco, e de custo de capital; com o intuito de identificar e analisar empiricamente quais são os fatores, se é que eles existem, determinantes para apurar o valor e o custo de capital nas empresas que vão ao mercado financeiro recomprar parte de suas ações. Portanto, a amostra será composta por empresas que realizaram programas de recompra de ações autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários brasileira entre os anos de 2002 e 2017, e que tiveram seus laudos de avaliação disponibilizados no site da autarquia federal.

Resultados Esperados

Esperamos realizar um mapeamento das premissas utilizadas nos modelos de avaliação, e analisar criticamente a consistência teórica e prática das variáveis usadas e que justificaram o valor proposto para cada oferta de recompra e, se factível, propor modelos economicamente consistentes

com as mais recentes características operacionais dos setores e seus regulamentos que justificam a apuração do custo de capital e do valor da ação objeto de compra.

Atividades a Serem Desenvolvidas

1. Mapeamento das operações de recompra de ações
2. Levantamento dos laudos de avaliação nas ofertas de recompra
3. Estudo exploratório sobre as ofertas de recompra
4. Estudo exploratório sobre as principais técnicas de avaliação de ativos
5. Definição das variáveis objeto de comparação dos laudos de avaliação

Cronograma

Atividade	Set-Out	Nov-Dez	Jan-Fev	Mar-Abr	Mai-Jun	Jul-Ago
Preparação do aluno	X					
Plano de ação	X					
Mapeamento das operações de recompra	X					
Acesso aos laudos de avaliação	X		X		X	
Estudo (texto) ofertas de recompra		X				
Estudo (texto) modelos de avaliação		X				
Definição das variáveis relevantes			X			
Mapear a utilização das variáveis nos laudos			X			
Organização do banco de dados e relatórios	X	X	X	X		
Análise dos resultados				X		
Consolidação de relatórios e banco de dados					X	
Relatório final						X

Referências Bibliográficas

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Portal do Investidor. 2017.

MOREIRA, L. F.; PROCIANOY, Jairo L. Recompra de Ações na Bovespa. Congresso Abamec, Anais, 2000.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2002.

VERMAELEN, T. *Common Stock Repurchases and Market Signaling*. Journal of Financial Economics, 9, 1981.