

# COMO DETERMINAR O PREÇO DE LANÇAMENTO DE UMA AÇÃO NA ADMISSÃO DE NOVOS SÓCIOS



- ✓ Qual o preço de lançamento de cada nova ação?
- ✓ Qual a participação do novo investidor no capital social?
- ✓ Por que o mercado de emissão de novas ações não cresce no Brasil?

## Francisco Cavalcante ([francisco@fcavalcante.com.br](mailto:francisco@fcavalcante.com.br))

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis, além de compra e venda de participações acionárias.

- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.

Desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

# ÍNDICE

1.	INTRODUÇÃO .....	3
2.	DADOS DO EXEMPLO.....	4
3.	EXEMPLO RESOLVIDO.....	5

## 1. Introdução

As situações mais comuns onde uma empresa precisa aportar novos capitais de risco de sócios são duas:

- ✓ Grandes investimentos onde a geração própria de recursos mais novos financiamentos não é suficiente.
- ✓ Grande endividamento onde a entrada de novos capitais de risco ajustaria a estrutura de capital.

Neste texto, iremos mostrar com se conduz uma análise sobre as condições de lançamento de novas ações, a serem integralizadas por atuais ou novos acionistas.

## 2. Dados do Exemplo

Os dados da estrutura patrimonial de uma empresa são os seguintes:

### Balço Patrimonial em 31-12-2003

	Valores		Valores
Ativos	\$10.000	Passivo Operacional	\$2.000
		Dívidas	\$4.000
		Patrimônio Líquido	\$4.000
<b>Total</b>	<b>\$10.000</b>	<b>Total</b>	<b>\$10.000</b>

O Patrimônio Líquido é representado por 1.000 ações, resultando num valor patrimonial de \$4,00 (\$4.000 / 1.000).

A relação Dívidas / PL é de 1 / 1.

Vamos desconsiderar neste exemplo a existência de custos de lançamento de novas ações, tais como: Custos com garantia firme da operação, custos com distribuição das novas ações e custos com coordenação da operação.

O exemplo:

Numa empresa, um grande plano de expansão demandará recursos no valor de \$4.500, provenientes de 3 fontes:

1. Geração própria de recursos no valor de \$1.500 (dinheiro já disponível no caixa mais a estimativa de geração de caixa para o próximo ano).
2. Novas dívidas no valor de \$1.500.
3. Integralização de capital no valor de \$1.500 (emissão de novas ações).

Como vemos, a Administração definiu que a relação Dívidas / PL deverá permanecer em 1 / 1 depois do aporte de recursos.

O atual acionista, detentor de 100% do controle acionário, não dispõe de recursos para integralizar o aumento de capital.

Portanto, os novos capitais de risco virão de **um novo acionista**.

A questão é a seguinte: o novo acionista que aportará \$1.500 ficará com que parcela do capital social? Vai depender da quantidade de ações correspondente ao aumento de capital de \$1.500.

### 3. Exemplo Resolvido

O custo da dívida atual e nova é de 10% ao ano, já ajustado pelo benefício fiscal do imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro.

O custo do capital próprio é de 20% ao ano, considerado adequado pelo risco associado ao negócio.

Como a estrutura de capital ideal, ou estrutura-alvo é de “meio a meio”, o custo de capital (CMPC ou WACC) é de 15% ao ano  $[(0,50 \times 0,10) + (0,50 \times 0,20)]$ .

O fluxo de caixa da operação (ou free cash flow) a ser descontado pelo custo de capital de 15% ao ano respeita a seguinte metodologia:

Lucro Operacional

(-) IR/CSLL sobre o lucro operacional

(=) Lucro operacional líquido (NOPAT)

(+) Depreciação e amortização

(-) Investimento na expansão do capital de giro líquido

(-) Investimento na expansão dos ativos fixos

(=) Fluxo de Caixa Operacional

Assumimos que a empresa objeto deste exemplo tem a capacidade de renovar-se constantemente, razão pela qual a estimativa do fluxo de caixa operacional tem 2 componentes:

1. Fluxo de caixa estimado pelo período de previsão de 5 anos, tempo considerado suficiente para a empresa amadurecer os atuais e novos investimentos:
2. Perpetuidade, que considera um fluxo de caixa constante e perpétuo após o período de previsão.

O quadro a seguir foi extraído de uma planilha Excel que acompanha este texto.

**IMPORTANTE:** A planilha Excel permite diversas simulações. A **única** célula que precisa ser alimentada é a “C1”, que contém a participação acionária do novo investidor no capital total da empresa do exemplo.

Não comece a ler o conteúdo do quadro abaixo sem uma calculadora ao seu lado.

<b>Participação do Novo Acionista</b>	<b>-----&gt;</b>	<b>35,00%</b>
31-dez-03	FCO (1)	FCO (2)
2004	R\$ 1.400	R\$ 490
2005	R\$ 1.450	R\$ 508
2006	R\$ 1.500	R\$ 525
2007	R\$ 1.550	R\$ 543
2008	R\$ 1.600	R\$ 560
2009	R\$ 1.650	R\$ 578
2010	R\$ 1.650	R\$ 578
N	R\$ 1.650	R\$ 578
Valor da Empresa	R\$ 10.451	R\$ 3.658
(-) Dívidas	R\$ 4.500	R\$ 1.575
(=) Valor da Empresa para o Acionista	R\$ 5.951	R\$ 2.083
(-) Integralização de Capital		R\$ 1.500
(=) Ganho de Capital do Novo Acionista		R\$ 583
(1) Capital Social antes da Integralização		1.000
(2) Capital Social após a Integralização		1.538
(3) Número de Novas Ações a Serem Emitidas		538
(4) Novas Ações / Capital Social (3 / 2 )		35,00%
(5) Preço de Cada Ação		R\$ 2,79
(6) Valor do Lançamento (3 x 5)		R\$ 1.500

Dentro da tabela acima temos o lado mais quantitativo da avaliação da operação de integralização de capital.

A seguir, prestamos alguns esclarecimentos complementares:

- ✓ O fluxo de caixa foi descontado a preços de 31 de dezembro de 2003.
- ✓ O período de projeção vai de 2004 a 2008, onde o fluxo de caixa da operação (FCO) vai de \$1.400 a \$1.600. De 2006 em diante temos a perpetuidade de \$1.650.
- ✓ Na coluna FCO (1) temos o fluxo de caixa total da operação projetado. Este fluxo projetado já contempla os impactos das novas expansões a serem realizadas. Na coluna FCO (2) temos o fluxo de caixa da operação pertencente ao novo acionista na hipótese dele vir a possuir 35% do capital da empresa. Portanto, os valores da coluna FCO (2) representam 35% dos valores da coluna FCO (1).
- ✓ Na linha “Valor da Empresa” temos o valor da empresa determinado pela capacidade de geração operacional de caixa. Os fluxos de caixa foram descontados pela taxa de 15% ao ano, que é o custo de capital. **Veja as fórmulas de cálculo na planilha Excel anexada.**

- ✓ Na linha “Dívidas” temos a posição das dívidas de \$3.000 em 31 de dezembro de 2003, mais as novas dívidas contratadas no montante de \$1.500.
- ✓ Na linha “Valor da Empresa para o Acionista” temos a diferença entre o valor da empresa e as dívidas.
- ✓ Na linha “Ganho de Capital do Novo Acionista” observamos o valor de \$583. Como interpretá-lo? Simples: O novo investidor está pagando \$1.500 por 35% do novo capital da empresa, parcela esta que vale \$2.083. **Importante:** Tem que existir ganho de capital para o novo investidor. É o estímulo fundamental para ele fazer o aporte de capital.
- ✓ Na linha “Capital Social após a Integralização” temos  $1.538 = \$1.000 / (1 - 0,35)$ .
- ✓ Na linha “Preço de Cada Ação” temos  $\$2,79 = \$1.500 / 538$ .

**Lembrete Importante:** Não esqueça de olhar a planilha. O entendimento do conteúdo deste texto ficará facilitado.

**Dica:** Vá na célula “C1” e substitua o percentual de 35% por 40%. Evidentemente o ganho de capital ficará maior para o novo investidor, pagando menos por cada nova ação emitida.

**Outra dica:** Use o recurso do Excel “Atingir Meta”, e verifique que para o ganho de capital ser igual a zero a participação no novo investidor no capital total deveria ser de 25,2%.

**Conclusão:** Com base no fluxo de caixa projetado e no custo de capital de 15% ao ano, o novo investidor somente aportará \$1.500 se sua participação no novo capital social for superior a 25,2%.

O quanto superior? Para esta pergunta não existe resposta objetiva. Depende da combinação de interesses entre o atual acionista que tem 100% do capital e que decidirá aceitar ou não o novo investidor, e o interesse do novo investidor em participar da operação.

**Outra Conclusão:** Por que o mercado brasileiro de novas emissões é tão “devagar”?

Para muitos investidores, o custo de capital de 15% ao ano é um número baixo para descontar o fluxo de caixa da maioria de nossa empresa listadas em Bolsa de Valores.

Se formos para nossa planilha e trocarmos o custo de capital de 15% para 20% ao ano, Veremos que o novo investidor para aportar o \$1.500 de capital precisaria elevar sua participação para mais de 50% do novo capital social.

Em resumo: Quando nossos acionistas controladores fazem este tipo de conta num momento em que:

- ✓ O custo de capital “tá lá em cima”.
- ✓ As perspectivas de crescimento da economia são modestas e incertas, por conseguinte gerando fluxos de caixa esperados também modestos e incertos.

O lançamento de novas ações representa para a maioria de nossas empresas uma enorme diluição da participação acionária dos controladores numa única operação.