

COMO FAZER UMA ANÁLISE FINANCEIRA COMPLETA PARA DEFINIR O PREÇO DE LANÇAMENTO DE UMA AÇÃO (e definir a participação acionária do(s) novo(s) acionista(s))



- ✓ Como definir o percentual de participação acionária dos novos acionistas.
- ✓ Como definir o preço de lançamento de cada ação.
- ✓ Cuidados e dicas adicionais.

Francisco Cavalcante (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 – CASO PRÁTICO COMPLETO.....	3
---------------------------------------	----------

1 – CASO PRÁTICO COMPLETO

Uma empresa foi avaliada com base no fluxo de caixa do acionista (FCA).

ano 0	ano 1	ano 2	ano 3	ano 4	ano 5
	\$1.000	\$1.000	\$1.000	\$1.000	\$1.000

O custo do capital do acionista (CCA) é de 15% ao ano.

Descontando o fluxo de caixa acima pelo CCA de 15% ao ano, temos um valor de empresa para o acionista (VEA) de \$3.352.

A empresa está analisando um novo investimento, cujo fluxo de caixa do acionista (FCA) é o seguinte:

ano 0	ano 1	ano 2	ano 3	ano 4	ano 5
(\$1.500)	\$800	\$800	\$800	\$800	\$800

Considerando o CCA de 15% ao ano, o valor presente líquido (VPL) deste novo investimento é de \$1.182.

O fluxo de caixa da empresa sob a perspectiva do acionista, incluindo o novo investimento, está a seguir:

ano 1	ano 2	ano 3	ano 4	ano 5
\$1.800	\$1.800	\$1.800	\$1.800	\$1.800

\$1.800 é o somatório do FCA sem o projeto de \$1.000, mais o FCA do novo investimento de \$800.

A empresa **aprovou** a implantação do novo investimento.

Todavia, não existem recursos disponíveis no caixa da empresa para a realização do investimento de \$1.500. O atual acionista também não dispõe de recursos para fazer um aporte de capital.

A saída está no **lançamento de ações** a serem subscritas e integralizadas por um novo acionista, uma empresa americana interessada em ter uma base operacional no Brasil.

Atualmente, duas questões precisam ser respondidas:

- 1. Depois de lançadas novas ações adquiridas por este novo acionista, qual será sua participação no capital da empresa?**

2. Qual o valor de cada ação adquirida por este novo acionista?

Inicialmente sabe-se que alguns fundamentos devem ser obedecidos:

- 1. O que precisa ser feito nesta operação é "rachar" o VPL do novo investimento de \$1.182 entre o atual acionista e o novo acionista.**
- 2. Depois desta operação, o atual acionista deverá ter um pedaço da empresa que valha mais que os \$3.352 que vale com os 100% do controle acionário.**
- 3. Para o novo acionista que vai aportar \$1.500 de capital de risco, deverá ser uma operação com VPL positivo.**

Para abrir a negociação foi construída a seguinte tabela:

PANA (1)	Novo Acionista	Antigo Acionista	
	VPL	VEA	Diferença (2)
0,0%	(\$1.500)	\$6.034	\$2.682
2,5%	(\$1.349)	\$5.883	\$2.531
5,0%	(\$1.198)	\$5.732	\$2.380
7,5%	(\$1.047)	\$5.581	\$2.229
10,0%	(\$897)	\$5.430	\$2.078
12,5%	(\$746)	\$5.280	\$1.927
15,0%	(\$595)	\$5.129	\$1.777
17,5%	(\$444)	\$4.978	\$1.626
20,0%	(\$293)	\$4.827	\$1.475
22,5%	(\$142)	\$4.676	\$1.324
25,0%	\$8	\$4.525	\$1.173
27,5%	\$159	\$4.375	\$1.022
30,0%	\$310	\$4.224	\$872
32,5%	\$461	\$4.073	\$721
35,0%	\$612	\$3.922	\$570
37,5%	\$763	\$3.771	\$419
40,0%	\$914	\$3.620	\$268
42,5%	\$1.064	\$3.469	\$117
45,0%	\$1.215	\$3.319	(\$34)
47,5%	\$1.366	\$3.168	(\$184)
50,0%	\$1.517	\$3.017	(\$335)
52,5%	\$1.668	\$2.866	(\$486)
55,0%	\$1.819	\$2.715	(\$637)
57,5%	\$1.969	\$2.564	(\$788)
60,0%	\$2.120	\$2.414	(\$939)
62,5%	\$2.271	\$2.263	(\$1.089)
65,0%	\$2.422	\$2.112	(\$1.240)
67,5%	\$2.573	\$1.961	(\$1.391)
70,0%	\$2.724	\$1.810	(\$1.542)
72,5%	\$2.875	\$1.659	(\$1.693)
75,0%	\$3.025	\$1.508	(\$1.844)
77,5%	\$3.176	\$1.358	(\$1.995)
80,0%	\$3.327	\$1.207	(\$2.145)
82,5%	\$3.478	\$1.056	(\$2.296)
85,0%	\$3.629	\$905	(\$2.447)
87,5%	\$3.780	\$754	(\$2.598)
90,0%	\$3.930	\$603	(\$2.749)
92,5%	\$4.081	\$453	(\$2.900)
95,0%	\$4.232	\$302	(\$3.050)
97,5%	\$4.383	\$151	(\$3.201)
100,0%	\$4.534	\$0	(\$3.352)

(1) PANA = Participação Acionária do Novo Acionista.

(2) É a diferença do VEA do acionista após a operação, diminuído do VEA de \$3.352 referente aos 100% do controle atual.

Vamos comentar a tabela apresentada:

**UP-TO-DATE® - Nº 421 - COMO FAZER UMA ANÁLISE FINANCEIRA
COMPLETA PARA DEFINIR O PREÇO DE LANÇAMENTO DE UMA AÇÃO**

- Na coluna "PANA", temos a participação do novo acionista na empresa após a integralização de capital. A tabela abrange a participação de 0% a 100%, com intervalos de 2,5%. Lembrete: Se a participação do novo acionista for de 20%, por exemplo, a participação do atual acionista será de 80%.
- Na coluna "Novo Acionista – VPL", temos o VPL do novo acionista para cada nível de participação no capital da empresa após a operação. Exemplo: Se a participação do novo acionista for de 45% na empresa, o fluxo de caixa do seu investimento será o seguinte:

ano 0	ano 1	ano 2	ano 3	ano 4	ano 5
(\$1.500)	\$810	\$810	\$810	\$810	\$810

O investimento de \$1.500 (válido para todas as hipóteses) corresponde a um FCA de \$810 para 5 anos. Este valor é 45% do FCA total da empresa de \$1.800 já apresentado.

O VPL desta hipótese para o novo acionista é de \$1.215, considerando um CCA de 15% ao ano.

É um excelente investimento para o atual acionista, diga-se de passagem.

Na coluna "Antigo Acionista – VEA", temos o valor do VEA para o atual acionista depois da operação de entrada de um novo sócio. Exemplo (continuação do anterior): Se a participação do novo acionista for de 45%, a participação do antigo acionista será de 55%. O FCA do atual acionista ficará o seguinte:

ano 1	ano 2	ano 3	ano 4	ano 5
\$990	\$990	\$990	\$990	\$990

O VEA do antigo acionista após a operação será de \$3.319.

Esta informação será qualificada na última coluna da direita.

Na coluna "Antigo Acionista – Diferença", temos a diferença entre o novo VEA após a operação e o VEA de \$3.352 referente à participação de 100% (comum em todas as hipóteses).

Continuando o exemplo anterior, os 55% de participação do antigo acionista corresponde a um VEA de \$3.319, **\$34 a menos** em relação ao VEA de \$3.352.

É uma operação ruim para o antigo acionista, diga-se de passagem.

Agora, iremos entrar na parte mais analítica do trabalho:

- A operação somente fica interessante para o **novο acionista**, a partir de uma participação na empresa de 25%. Corresponde a um VPL positivo de \$8, embora reduzidíssimo. À medida que a participação vai crescendo em direção aos 100%, a operação fica cada vez mais interessante para o novo acionista.
- A operação somente fica interessante para o **antigo acionista**, até a participação do novo acionista alcançar 42,5% e, portanto, sua participação ficar em 47,5%. Esta hipótese corresponde a um VEA de \$3.469, \$117 a mais do que o VEA de \$3.352. A partir desta hipótese "45%/55%", a operação vai ficando ruim para o antigo acionista e bastante boa para o novo acionista.
- Portanto, a **faixa de negociação** desta operação está entre 25% a 42,5% de participação do novo acionista.
- Na prática, a decisão final dependerá da **vontade do novo acionista** em entrar no negócio e da **vontade do antigo acionista** admitir um sócio da operação. Porém, elaboramos uma tabela que tem por objetivo identificar um critério razoável para se **determinar uma participação ideal** do novo acionista.

Participação	Novo Acionista VPL	Antigo Acionista Diferença	Diferença de Ganhos
25,0%	\$8	\$1.173	\$1.165
27,5%	\$159	\$1.022	\$863
30,0%	\$310	\$872	\$561
32,5%	\$461	\$721	\$260
35,0%	\$612	\$570	(\$42)
37,5%	\$763	\$419	(\$344)
40,0%	\$914	\$268	(\$645)
42,5%	\$1.064	\$117	(\$947)

- O significado das primeiras 3 colunas da tabela já são conhecidos. A coluna da direita "Diferença de Ganhos" apresenta a diferença entre o ganho do antigo acionista e o ganho do novo acionista. Exemplo: Na hipótese de participação do novo acionista ser de 30%, a diferença entre os ganhos é de \$561 (\$872 é o ganho do antigo acionista menos \$310 que é o ganho do novo acionista).
- A diferença de ganho é a menor (- \$42) quando a participação do novo acionista é de 35%. Nesta hipótese, o ganho entre ambos estará **equilibrado**. Portanto, estamos diante de um bom argumento para decidir: **a participação do novo acionista deverá ser de 35%**.
- Finalmente: Qual o preço unitário de cada nova ação a ser integralizada pelo novo acionista?

1º passo

Se o capital atual for composto por 1.000 ações, por exemplo, com a entrada do novo acionista passará a ser de 1.538 $[1.000/(1-0,35)]$.

O novo acionista integralizará 538 novas ações, representando 35% do novo volume de ações emitidas (538/1.538).

2º passo

O aporte de capital novo é de \$1.500.

Portanto, o preço unitário de cada nova ação emitida é de \$2.788 (\$1.500/538).

Em resumo, o aporte de capital de \$1.500 será obtido através do lançamento de 538 novas ações ao preço unitário de \$2.788.