

A Utilização do CAPM em Mercados Emergentes e no Brasil



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.**

Rodrigo Pasin (rpasin@uol.com.br)

- **Consultor da Cavalcante & Associados, especialista nas áreas de fusões e aquisições, avaliação de empresas, finanças corporativas e mercado de capitais.**
- **Mestre em Administração, na área de finanças, pela FEA/USP.**
- **Co-autor do livro "Avaliação de Empresas: um guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor", editado pela Pearson Education/Financial Times/Valor Econômico, em 2005**

ÍNDICE

A UTILIZAÇÃO DO CAPM EM MERCADOS EMERGENTES E NO BRASIL.....	3
--	---

A utilização do CAPM em mercados emergentes e no Brasil

Este Up-To-Date® foi baseado no livro Avaliação de Empresas dos autores Francisco Cavalcante , Rodrigo Pasin e Roy Martelanc, livro que recomendamos pela sua abrangência e profundidade na abordagem do tema avaliação de empresas

A Utilização do CAPM em Mercados Emergentes e no Brasil

O problema na estimação do custo de capital próprio em mercados emergentes com dados locais deve-se à falta de dados históricos confiáveis e a falta de estabilidade no mercado de capitais. As principais limitações da aplicação do **CAPM** em países emergentes são:

1 - A utilização do **CAPM** pressupõe a existência de índices abrangentes de mercado de ações, ponderados pelo valor de mercado dessas ações (IBX) e não pela liquidez de seus títulos componentes, como ocorre com o Ibovespa.

2 - Outro problema das bolsas de países emergentes se deve ao pequeno volume transacionado e a excessiva concentração em poucos títulos e investidores, fazendo que os índices consolidados do mercado não representem de maneira adequada a carteira de mercado.

3. Quando o índice de referência de mercado é muito concentrado em poucas ações, o beta das empresas mostra muito mais a relação dessas empresas com as principais companhias que compõem o índice de referência do que com a carteira de mercado.

4. O prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$) costuma ser muito oscilante, às vezes é negativo. No Brasil, em 2003, o retorno do mercado acionário superou o CDI - título tido como livre de risco, embora seja de curto prazo -, o que não ocorria desde 1997. Portanto, o $(R_m - R_f)$ dos mercados locais muitas vezes não representa uma expectativa e dificilmente pode ser utilizado.
5. A versão clássica do **CAPM** não considera um risco adicional para empresas fora dos Estados Unidos. Na prática, quando se avaliam empresas de países emergentes, deve-se acrescentar o risco-país. No entanto, não há consenso sobre qual a melhor maneira de calcular esse risco adicional.

Um erro adicional que não deve ser cometido, principalmente em países emergentes, consiste em utilizar fluxos de caixa projetados em moeda real e taxas de desconto nominais (feitas com base nas taxas do mercado norte-americano). Fluxos de caixa em moeda real exigem taxa de desconto real, e fluxos de caixa em moeda nominal exigem taxa de desconto nominal.

Dados os diversos problemas apresentados, é usual em países emergentes calcular o custo do capital próprio das empresas com base no modelo **CAPM** com dados norte americanos, ajustados ao chamado risco soberano como expresso abaixo:

$$R_E = R_F + B \times [R_M - R_F] + \text{Risco Soberano}$$