

Criação de Valor

Stern Stewart & Co.

O custo de um IPO para o emissor

Gostaríamos de voltar ao assunto IPOs, pois diversas matérias publicadas na mídia nacional têm afirmado que, com o boom do mercado, finalmente as empresas brasileiras encontraram uma forma mais barata de captação que o mercado de dívida.

Inicialmente, é preciso explorar um conceito fundamental de finanças, o custo de capital. O custo de capital é o retorno mínimo aceitável de um investimento. É uma linha invisível que separa a criação da destruição de valor.

Entretanto, o custo de capital não é um custo caixa, mas sim um custo de oportunidade, e equivale ao retorno esperado em um investimento de risco semelhante. Na prática, o custo de capital é uma média ponderada do custo de capital do acionista e da dívida. O custo da dívida é fácil de observar e avaliar pois está explícito nas demonstrações financeiras e é efetivamente pago pela empresa. Já o custo de capital do acionista, embora não seja necessariamente um custo caixa, é um custo econômico, pois os investidores que possuem as ações da empresa esperam a valorização da ação mais um fluxo de dividendos. Este custo é observado na depreciação do preço da ação quando o retorno da empresa é inferior ao mínimo esperado.

É importante ressaltar que o custo do capital do acionista é normalmente superior ao custo da dívida. O acionista só recebe dividendos após o pagamento de todos os credores. Logo, o acionista está exposto a um maior risco, demandando um retorno maior. Esse aspecto é muitas vezes esquecido na euforia do mercado.

Outro ponto que deve ser ressaltado são os custos diretos e indiretos do IPO. Uma emissão inicial de ações tem custos substanciais para a empresa. Esse processo envolve o trabalho de seus gestores, conta-

dores, assessores legais, banco de investimentos e outros consultores externos.

Outro grande custo é o do *underwriter*. Esse agente compra as ações da empresa a um preço abaixo do registrado na emissão — que será o preço de venda ao público. Desta forma, parte do montante captado acaba nas mãos do banco de investimento. Esse spread, que é considerável, pode variar de 3% até 10%, e é normalmente superior ao considerado para emissão de dívida.

Outros motivos oneram a emissão de ações. Estudos indicam (e os recentes IPOs comprovam) que, por conta das incertezas em relação ao preço inicial e dos riscos relacionados ao processo de colocação, os *underwriters* tendem a subprecificar as novas emissões, o que resulta em retornos anormais nos dias iniciais de negociação. Esse custo adicional tende a superar todos os demais gastos.

Somados todos os custos, o IPO é um processo oneroso para captação de recursos. Estudos recentes no mercado americano mostram que estes custos podem chegar a 17% da captação para baixos montantes.

Em resumo:

1) O que tem acontecido na bolsa de valores é excelente para o desenvolvimento do país e das empresas brasileiras, pois abre uma fonte de recursos alternativa até então inexplorada.

2) Entretanto, um IPO tem vários custos que devem ser considerados no processo de decisão de captação de recursos.

3) O custo de capital do acionista é normalmente maior que o custo da dívida.

No próximo artigo vamos explorar os benefícios esperados de um IPO. Como em toda decisão empresarial, a abertura de capital deve contrapor todos os custos e benefícios envolvidos.

Por Sergio Pinheiro, vice-presidente sênior (spinheiro@sternstewart.com.br) e Marcel Abe, analista sênior (mabe@sternstewart.com.br) da Stern Stewart & Co.