

Leilão do IRB: Considerações Econômicas

Francisco Galiza - Mestre em Economia (FGV)

Março/2000

SUMÁRIO:

- I) Introdução
- II) Parâmetros Usados
- III) Estimativas
- IV) Conclusões

I) Introdução

O objetivo deste artigo é tecer alguns comentários econômicos sobre o Edital de Privatização do IRB, publicado em 9/3/2000, com o leilão programado para 25/4/2000. Especificamente, dando ênfase ao seu possível preço de venda.

Esta análise é desenvolvida em 4 partes:

Na 1ª parte, esta Introdução.

Na 2ª parte, a discussão dos parâmetros que devem ser usados nas comparações. Aqui, a opção foi pela escolha de companhias seguradoras brasileiras de proporções similares.

Na 3ª parte, utilizamos os números obtidos no item anterior, além de avaliar o comportamento dos Prêmios Ganhos – particularmente, de metodologia complexa, devido a diversos fatores envolvidos, tais como queda de preços, entrada de novas companhias, substituição de cosseguro por resseguro, etc. Feito isto, encontrou-se o Patrimônio Líquido teórico, para alguns patamares de receita, e em que condições haveria ágio nos leilões.

Na 4ª e última parte, concluímos.

II) Parâmetros Usados

II.1) Ações Ofertadas

A tabela 1 indica a quantidade de ações do IRB. Ao todo, a União tem 500 mil ordinárias (com direito a voto), enquanto que as seguradoras possuem o mesmo tanto em preferenciais.

Tabela 1 – Quantidade de Ações

	Ordinárias	Preferenciais	Total
União (leilão)	450.000		450.000
Seguradoras		500.000	500.000
União (venda aos funcionários)	50.000		50.000
Quantidade de Ações	500.000	500.000	1.000.000

No leilão desta companhia, serão vendidas 450 mil ordinárias, a um preço mínimo unitário de R\$ 1.154,04. As outras 50 mil serão oferecidas aos funcionários, a um preço de R\$ 546,64 (47% do valor mínimo do leilão).

Tabela 2 – Preços por Ação (R\$)

	Ordinárias	Preferenciais
União (leilão) (mínimo)	1.154,04	
Seguradoras		600,00
União (venda aos funcionários)	546,64	

O Edital também regulamenta o preço para as seguradoras negociarem com o grupo vencedor as suas 500 mil ações preferenciais. No caso, R\$ 600,00/ação.

Tabela 3 - Valores das Ações no Leilão (R\$ milhões)

	Ordinárias	Preferenciais	Total
União (leilão) (mínimo)	519,3		519,3
Seguradoras		300,0	300,0
Valor Comprável	519,3	300,0	819,3
União (venda aos funcionários)	27,3		27,3
Total	546,7	300,0	846,7

Ou seja, o grupo vencedor poderá comprar, de início, 90% das ações por R\$ 819,3 milhões (450 mil ordinárias a R\$ 1.154,04/ação e 500 mil preferenciais a R\$ 600,00/ação). Por simplificação, consideramos adicionalmente que a empresa

vencedora desejasse ter o controle pleno da companhia e, assim, resolvesse fazer uma oferta pelas ações dos funcionários, a um preço idêntico ao mínimo do leilão. Com esta hipótese, 100% do Patrimônio Líquido corresponderiam a R\$ 877,0 milhões, a uma cotação média R\$ 877,00/ação.

Por questão de critério, ressaltamos que este número é diferente do encontrado no Edital. No mesmo, extrapola-se a quantia mínima a ser recebida pelas ordinárias (500 mil ações a R\$ 546,6 milhões) para todo o Patrimônio Líquido, chegando-se a R\$ 1.093,3 milhões (chamado de valor econômico). Para isto, é inserida a hipótese de que as outras ações – as preferenciais – seriam negociadas à mesma cotação média das ordinárias, o que, na prática, não é o que acontece.

II.2) Critérios de Comparação

Segundo o Edital, dentre os métodos testados, o que melhor se ajustou à análise do valor econômico do IRB teria sido o do Fluxo de Caixa Descontado, para 10 anos. Ou seja, estimaram-se as receitas e despesas para este período, descontando-as a uma determinada taxa de juros. Neste artigo, seguiremos um caminho similar.

Agora, o nosso primeiro objetivo foi encontrar quais parâmetros devem ser usados para se comparar com o IRB. Neste caso, havia duas opções básicas. A primeira delas seria comparar com os dados de alguma resseguradora internacional. Esta hipótese, entretanto, foi descartada por dois motivos. Primeiro, as características únicas de operação do IRB, uma empresa monopolista e tradicional no mercado brasileiro. Uma segunda razão seria que, deste modo, estamos desprezando os dados e as margens praticadas pelas outras empresas que operam com seguros no país. Para contornar este fato, a outra opção (que foi usada) para a comparação seria considerar que, no médio prazo, os parâmetros se aproximem dos valores de uma amostra selecionada de companhias. É bom lembrar que, se o IRB participasse do “ranking” das seguradoras brasileiras, ele ocuparia a 7ª colocação em 1998 (vide tabela 4).

Tabela 4 – Ranking – 1998 (Valores em R\$ milhões)

Ranking	Grupos	Prêmios Totais	Participação %
1	Sul América	3.441	17,15%
2	Bradesco	3.388	16,89%
3	Itaú	1.552	7,73%
4	Porto Seguro	1.286	6,41%
5	Unibanco	850	4,23%
6	HSBC	685	3,41%
7	IRB	670	3,34%
8	AGF	632	3,15%
9	Aliança do Brasil	528	2,63%
10	Marítima	514	2,56%

Obs: A Participação % já considera o IRB no faturamento.

Definido o critério de comparação, buscou-se escolher uma amostra de seguradoras brasileiras que tivesse porte similar ao do IRB, que operasse há 5 anos no país, e que não tivesse sofrido alguma mudança administrativa relevante no período, evitando que os dados contábeis pudessem ficar prejudicados. Assim, foram definidas 7 empresas, citadas na tabela 5.

Tabela 5 – Amostra das Empresas Analisadas

	Seguradoras Escolhidas
1	AGF Brasil Seguros S. A.
2	Bradesco Seguros S. A.
3	Itaú Seguros S. A.
4	Marítima Seguros S. A.
5	Porto Seguro Cia. de Seguros Gerais
6	Sul América Cia. Nacional de Seguros
7	Unibanco Seguros S. A.

Dois indicadores serão escolhidos para a comparação. O primeiro avalia a margem líquida do faturamento (em nosso caso, Lucro Líquido/Prêmios Ganhos). O segundo indicador mede este mesmo lucro em função do capital dos acionistas (agora, Lucro Líquido/Patrimônio Líquido).

Na tabela 6, apresentamos os valores encontrados. No caso da amostra, e em cada ano, a média aritmética das 7 empresas e, no IRB, o próprio valor desta.

Tabela 6 – Indicadores – Amostra e IRB

	Amostra	Amostra	IRB	IRB
	LL/PL	LL/PG	LL/PL	LL/PG
1995	16,1%	10,5%	17,8%	18,2%
1996	18,6%	11,4%	16,1%	14,5%
1997	17,6%	11,0%	10,4%	8,8%
1998	15,8%	9,0%	26,5%	26,1%
1999e	18,7%	11,8%	20,4%	23,6%
Média	17,4%	10,7%	18,2%	18,2%
desvio-padrão	1,2%	1,0%	5,3%	6,2%

LL: Lucro Líquido

PL: Patrimônio Líquido

PG: Prêmios Ganhos

1999e: Valores estimados do semestre para o ano

Pela tabela 6, algumas conclusões importantes podem ser tiradas:

i) Nas 7 empresas da amostra, observamos uma grande regularidade nos indicadores. No caso da taxa de rentabilidade (LL/PL), ela se situa próxima a **17%**. Já a margem do faturamento (LL/PG) convergiu para **11%**. Estes dois números

serão usados a seguir, no cálculo do valor do IRB. O primeiro para descontar os resultados, ano a ano. O segundo, para estimar as margens de rentabilidade, dado um nível de faturamento.

ii) Já, no caso do IRB, como se vê pelo desvio-padrão dos dados, não existiu esta regularidade. Naturalmente, pelo processo de ajustes ocorridos nesta instituição. Em vista disso, nas estimativas do item seguinte, consideraremos que as margens atuais (LL/PG) estejam apenas no padrão médio dos últimos 2 anos. Isto é, aproximadamente, **24%**.

iii) Um outro aspecto bem interessante a ser reparado é o elevado nível de capitalização do IRB, em função do atual volume de receita. Na amostra, o indicador PG/PL se situa em 65% (11%/17%). Já, no IRB, este valor é de 100%, o que indica que a empresa, teoricamente, não precisa se preocupar, neste momento, com nenhum aporte de capital mais relevante.

III) Estimativas

III.1) Metodologia Usada

Tabela 7 – Exemplo da metodologia de cálculo do Patrimônio Líquido
(Valores em R\$ milhões)

Ano	PG	LL/PG	LL	VA(LL)
1	718	20%	144	123
2	783	20%	157	114
3	853	15%	128	80
4	930	15%	140	74
5	1.014	11%	112	51
6	1.105	11%	122	47
7	1.205	11%	133	44
8	1.313	11%	144	41
9	1.431	11%	157	38
10	1.560	11%	172	36
11	1.701	11%	187	33
12	1.854	11%	204	31
13	2.020	11%	222	29
14	2.202	11%	242	27
15	2.400	11%	264	25
16	2.616	11%	288	23
17	2.852	11%	314	22
18	3.109	11%	342	20
19	3.388	11%	373	19
20	3.693	11%	406	18
21	4.026	11%	443	16
22	4.388	11%	483	15
23	4.783	11%	526	14
24	5.213	11%	573	13
25	5.683	11%	625	12
			Total (PL teórico)	967

Critérios:

Taxa de crescimento do Prêmios Ganhos = 9% ao ano

Taxa de desconto do Patrimônio Líquido = 17% ao ano

A tabela 7 apresenta uma estimativa para o Patrimônio Líquido teórico atual do IRB (em termos reais), estando construída da seguinte forma:

i) O Patrimônio Líquido teórico é determinado pelo Valor Atual dos Lucros Líquidos anuais (calculados por 25 anos), descontados pela taxa de juros de remuneração média para este tipo de investimento no mercado brasileiro

(seguradora de grande porte). Isto é, como deduzimos no item anterior, **17% ao ano**.

ii) Uma outra variável importante consiste na determinação da margem líquida, em função dos Prêmios Ganhos. Na tabela 6, a margem da amostra selecionada tem sido, em média, de **11% ao ano**, enquanto que a do IRB se situou, nos últimos dois anos, em **24% ao ano**. Naturalmente, como já comentado, este elevado nível se deve a circunstâncias específicas desta empresa. Em vista disso, a hipótese colocada é que a tendência será de convergência para a taxa média do mercado (a ser alcançada ao final do 5º ano). Nos 2 primeiros anos após a privatização, a queda ainda seria um pouco lenta, em função da reserva de mercado de 60% da receita de resseguro, regra citada no Edital.

iii) Em nosso ver, a maior dificuldade nas previsões consiste em estimar o volume de receita desta empresa, em função de diversos fatores envolvidos. Em 1999, os Prêmios Ganhos foram de R\$ 659 milhões. A hipótese usada é que, a partir daí, elas cresceriam a uma taxa de **9% ao ano**. No item seguinte, detalhamos mais a metodologia de cálculo desta variável.

iv) Com estes números, encontraríamos um Patrimônio Líquido de R\$ 967 milhões, acima, portanto, do preço mínimo calculado, R\$ 877 milhões. Ainda dentro deste mesmo raciocínio, esta diferença de R\$ 90 milhões, que o participante do leilão, teoricamente, estaria disposto a pagar, corresponderia a um **ágio de 17,4%** (sobre o desembolso básico de R\$ 519 milhões).

III.2) Simulações

Conforme comentado anteriormente, para a definição do preço teórico do IRB, a maior dificuldade consistiu em prever o faturamento desta companhia para os próximos anos.

Tabela 8 – Fatos que afetam o volume de receita do IRB

Fatos Favoráveis	Fatos Desfavoráveis
Reserva parcial por 2 anos	Preços do resseguro caem com a competição
Substituição das operações de cosseguro pelas de resseguro	Entrada de novas companhias levando à diminuição da participação
Diminuição da taxa de retrocessão	

Há, pelo menos, 5 fatores específicos que afetam este comportamento – 3 favoráveis e 2 desfavoráveis –, segundo a tabela 8. Aqui, para não complicar muito, não citamos os que influenciam indiretamente, como a taxa de crescimento da economia, a melhora na distribuição de renda, o comportamento das taxas inflacionárias, reformas econômicas, políticas ou mesmo o nível de crescimento do setor de seguros como um todo.

Assim, com esta simplificação, e dentre os favoráveis, citamos a reserva parcial de mercado por 2 anos (60% da receita gerada pelo setor), a substituição das operações de cosseguro por resseguro, e a diminuição da atual taxa de

retrocessão. Já as desfavoráveis estão centradas no aumento da competição, levando tanto a uma queda de preços, como a uma queda da participação do IRB no mercado ressegurador brasileiro.

Oferecendo uma ordem de grandeza dos valores, apresentamos, na tabela 9, uma possível previsão para os Prêmios Ganhos do IRB nos próximos 5 anos.

Tabela 9 – Simulação - Prêmios Ganhos do IRB em 5 anos

Indicadores	Hoje	Em 5 anos	Var %
Índice de Preços Relativos	1,0	0,9	-10%
% Retrocessão	43%	15%	-65%
Participação	100%	50%	-50%
Volume Seguros	1,0	1,4	40%
Mudança Cosseguro	0%	50%	n.d.
IRB (em R\$ milhões)	Hoje	Em 5 anos	Var %
Prêmios Emitidos	1.150	1.197	4%
Retrocessões	(495)	(180)	-64%
Prêmios Ganhos	659	1.017	54%
Mercado (em R\$ milhões)	Hoje	Em 5 anos	Var %
Prêmios Resseguro	1.150	1.610	40%
Prêmios Cosseguro (antes da substituição por resseguro)	1.500	2.100	40%
Volume atual	2.650	3.710	40%

Por exemplo, hoje, o volume de resseguro seria de, aproximadamente, R\$ 1,2 bilhões (antes da retrocessões), com R\$ 1,5 bilhões em cosseguro. Nesta situação, 43% são passados em retrocessão, resultando em um montante de R\$ 650 milhões.

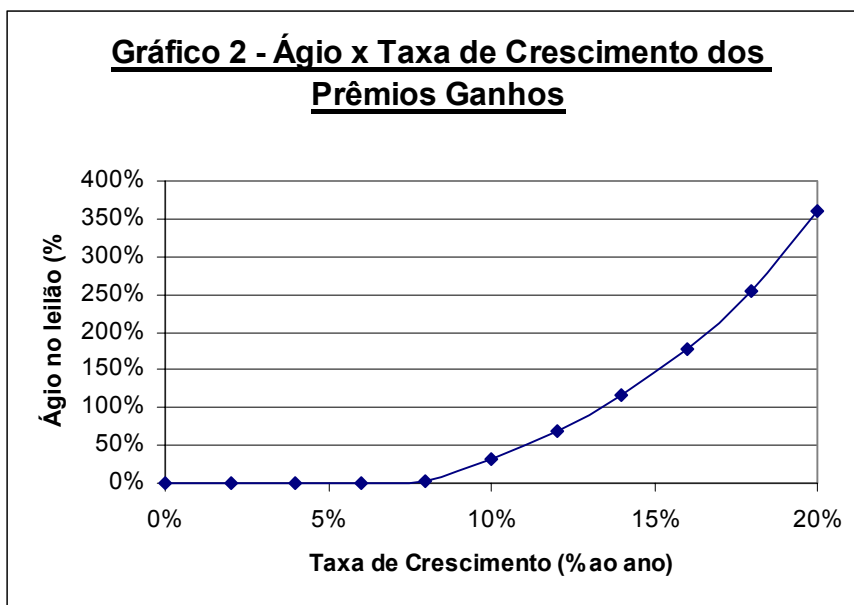
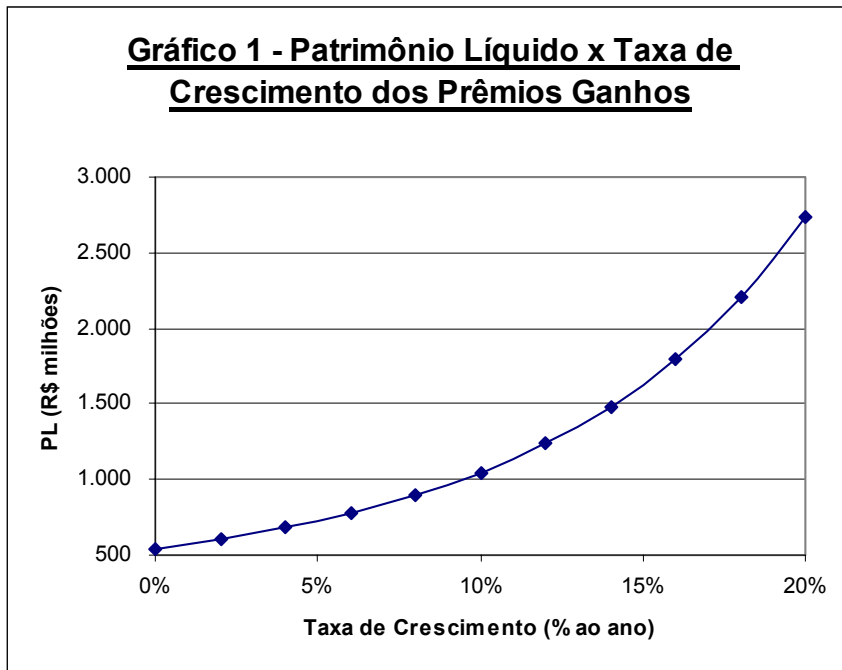
Daqui a 5 anos, o seguinte cenário é previsto:

- . Queda de 10% nos preços relativos do resseguro.
- . Taxa de retrocessão cairia para 15%.
- . A participação do IRB no mercado ressegurador brasileiro cairia para 50%.
- . O crescimento das operações de resseguro, em função apenas da variação do volume de seguros, seria de 40% (7% ao ano).
- . 50% do volume de cosseguro serão substituídos por operações de resseguro.

Com estas hipóteses, os Prêmios Ganhos do IRB crescem 54% em 5 anos, a uma taxa média de 9% ao ano (número usado como balizamento na tabela 7). Naturalmente, estes números poderão variar de projeção para projeção. De qualquer maneira, a metodologia e as variáveis citadas não devem sofrer mudanças mais significativas.

Em complemento final, apresentamos 2 gráficos. O primeiro deles relaciona o Patrimônio Líquido teórico com a taxa estimada de variação dos Prêmios

Ganhos. O segundo é mais interessante, já que estima possíveis ágios no leilão, calculado também para diversas variações de receita. Como se vê, a diferença só passaria a existir se qualquer dos participantes do leilão pudesse prever uma taxa de variação de receita (Prêmios Ganhos) acima de 7,7% ao ano na gestão deste negócio e, naturalmente, fizesse uma oferta baseada nestes números. Antes disso, pela obrigatoriedade do preço mínimo, o ágio seria zero. Um outro ponto interessante a ser observado nos gráficos é o crescimento exponencial do ágio e do preço da empresa, a medida que a taxa de variação dos prêmios aumente.



IV) Conclusões

O objetivo deste artigo foi analisar economicamente algumas características do leilão do IRB, a ser realizado no final do mês de abril de 2000. Neste sentido, foi apresentada uma metodologia buscando mensurar o possível valor justo para esta instituição, através do desconto dos seus lucros projetados para os próximos 25 anos.

Inicialmente, porém, deduzimos alguns indicadores, usados nas comparações, escolhendo-se como referência uma amostra de empresas que opera no mercado brasileiro. Como parâmetros, os números encontrados foram as taxas Lucro Líquido/Patrimônio e Lucro Líquido/Prêmios Ganhos iguais a 17% e 11%, respectivamente.

Em seguida, projetou-se a taxa de variação dos prêmios desta instituição após a privatização, o que foi mais difícil, devido a vários fatores envolvidos – queda de preços, entrada de novas companhias, substituição de cosseguro por resseguro, etc. Feito isto, determinou-se o Patrimônio Líquido teórico em função de diversas taxas de variação de Prêmios Ganhos. No cálculos, o ponto em que o Patrimônio Líquido estimado atinge o valor mínimo exigido no leilão é quando a taxa de crescimento dos Prêmios Ganhos for de, aproximadamente, 8% ao ano. A partir daí, teoricamente, o ágio passaria a existir.