

1

O problema da pesquisa

Este capítulo introduz o problema do estudo, apresentando os objetivos gerais e específicos da pesquisa. Em seguida, são apresentadas a delimitação do trabalho, a relevância do tema e sua organização.

1.1. Introdução

Em 25 de maio de 2004, a Natura Cosméticos S.A., empresa pertencente ao setor de cosméticos, iniciava a negociação de suas ações na Bolsa de Valores, através de uma emissão secundária. O que seria, normalmente, uma simples oferta inicial de ações, tornou-se um marco implícito no desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Desde então, o país vem apresentando elevados números relacionados à abertura de capital de empresas, se comparados aos anos imediatamente anteriores. Iniciou-se um período de consolidação do mercado de capitais, gerando inúmeros benefícios para a economia brasileira. O mercado de ações renasceu com o lançamento de novas empresas.

Um conjunto de fatores contribuiu para tal crescimento, entre os quais, estabilização político-econômica, a intensificação do ingresso de investidores estrangeiros no país, a profissionalização da Bovespa e da CVM, e a criação do Novo Mercado, incentivando a adoção de práticas de governança corporativa.

As empresas passaram a visualizar oportunidades de financiamento via emissão de ações, antes limitadas a escassas e onerosas linhas de crédito bancário. A abertura de capital tornou-se uma alternativa aos financiamentos bancários, constituindo uma forma da companhia ter acesso aos investidores institucionais.

Em função dos montantes envolvidos e dos retornos auferidos por acionistas no momento após a emissão, expressiva notoriedade foi conferida ao processo de precificação¹ de ações, ao longo dos anos, no Brasil e no mundo.

O objetivo deste trabalho é estudar o mercado de emissão inicial de ações no Brasil, em anos recentes, abordando a Avaliação por Múltiplos (ou Avaliação Relativa) e o principal modelo de determinação do custo de capital próprio (CAPM), através de uma pesquisa exploratória com companhias brasileiras que realizaram Ofertas Públicas Iniciais entre maio de 2004 e junho de 2006.

Os retornos anormais de IPOs são verificados em diversos países, inclusive no Brasil. Inicialmente, este trabalho irá verificar os retornos anormais de curto e longo prazo para ofertas públicas iniciais recentes no Brasil. Em seguida, através da avaliação por múltiplos, verificar-se-á se as ações das empresas que abrem capital estavam sub-avaliadas ou super-avaliadas. Por fim, serão comparados os betas utilizados no modelo CAPM e os betas observados após a IPO², e os custos de capital próprio adotados, através de um modelo derivado do CAPM.

O FCD (Fluxo de Caixa Descontado) e a Avaliação Relativa são ferramentas determinantes no momento da abertura de capital. Logo, a análise destes métodos torna-se extremamente relevante para a compreensão da atual dinâmica do mercado de emissões brasileiro.

1.2. Objetivo

O preço inicial das ações de empresas que abrem capital é definido através de dois principais Modelos de Avaliação: FCD e a Avaliação por Múltiplos. O trabalho tem como principal objetivo verificar se as ações das empresas que abrem capital estavam sub-avaliadas ou super-avaliadas no momento da IPO, utilizando, para tal, a avaliação relativa.

¹ Devido à ampla utilização em finanças, o termo “precificação” é utilizado ao longo deste estudo para designar a determinação de preços.

² Betas de 12 meses: betas verificados 12 meses após a emissão inicial

Primeiramente, após verificar a existência de retornos anormais, serão comparados os múltiplos utilizados pelas empresas no momento da IPO e os múltiplos dos setores das quais participam, buscando observar se as empresas estavam “sub” ou “super” avaliadas. Em seguida, são comparados os resultados obtidos através do modelo CAPM, para calcular o custo de capital do acionista, e os retornos obtidos no período de 12 meses após a IPO, verificando-se as diferenças entre os betas utilizados nos modelos e os betas dos 12 meses³ após a IPO.

Os objetivos intermediários do trabalho são:

- Analisar o mercado de IPOs no Brasil, verificando retornos anormais auferidos pelas empresas brasileiras após o processo de emissão inicial de ações.
- Determinar o custo de capital próprio adotado na IPO e comparar os betas utilizados no modelo CAPM aos betas observados 12 meses após a emissão.

1.3.

Delimitação do estudo

O foco da pesquisa será o conjunto de 25 empresas, pertencentes a 19 setores distintos (Classificação NAICS⁴), que realizou oferta pública inicial nos últimos anos. Em virtude dos procedimentos adotados neste trabalho, também serão analisados os múltiplos das empresas concorrentes americanas. Quanto à delimitação temporal, serão analisadas empresas que realizaram IPO entre 26/05/2004 e 02/06/2006.

1.4.

Relevância do estudo

Devido às recentes aberturas de capital ocorridas no Brasil, e seu contínuo aumento, torna-se essencial para investidores, gestores e estudiosos, compreender o processo de IPO, cujo papel torna-se cada vez mais importante na dinâmica do mercado de capitais brasileiro. O

³ Betas referentes ao período de 12 meses, calculados 12 meses após a IPO.

⁴ North American Industry Classification System. Para maiores informações acessar: <www.naics.com>

número de empresas envolvidas, os montantes captados e os retornos obtidos por investidores perpetuam o interesse acerca do tema.

Ainda, a popularização crescente das aberturas de capital no Brasil evidencia a relevância acerca do tema. Os elevados retornos obtidos no primeiro dia de negociação têm atraído à atenção de pequenos investidores, ávidos por ganhos espetaculares.

1.5. Organização do trabalho

O presente trabalho está organizado em oito capítulos. O segundo capítulo introduz, brevemente, a questão das aberturas de capital, apresentando particularidades do processo. O terceiro capítulo é constituído pelo referencial teórico e introduz os principais conceitos a respeito de retornos anormais, custo de capital próprio e avaliação por múltiplos, apontando as definições existentes na literatura.

No quarto capítulo, a metodologia adotada neste trabalho é apresentada, definindo a estratégia de pesquisa utilizada, a elaboração do instrumento de coleta de dados, a seleção da amostra e a forma de coleta e análise dos dados. Por fim, são apresentadas as vantagens e limitações desta metodologia.

No quinto capítulo é realizada a análise dos resultados.

As conclusões deste trabalho de pesquisa, as limitações e recomendações para trabalhos futuros são apresentadas no sexto capítulo, enquanto, os capítulos sete e oito tratarão respectivamente das referências e dos anexos.