

5 Conclusões

O Mercado de Capitais brasileiro como um todo vem mostrando grande crescimento nos últimos anos, o que pode ser percebido pelo crescente volume de operações de IPO observado desde 2004. Este fenômeno pode ser atribuído a uma conjunção de fatores, como a estabilidade da moeda, o crescimento da economia, entre outros.

Este amadurecimento do mercado e a conseqüente popularização das aberturas de capital tem despertado cada vez mais o interesse de acadêmicos e profissionais do mercado para o entendimento da precificação e retorno destas operações

Este trabalho avaliou os retornos obtidos, bem como os múltiplos das avaliações realizadas para as ofertas iniciais e seus resultados corroboram estudos anteriores, realizados em diversos mercados.

Comparando os múltiplos das empresas da amostra com as médias dos seus respectivos setores, estimadas a partir do mercado americano, percebemos resultados um pouco maiores para a amostra, mas que não tiveram sua significância estatística comprovada. Isto indica que as precificações foram adequadas para as ofertas, sem haver superavaliação ou subavaliação das empresas.

No entanto, quando medimos os retornos obtidos no curto prazo, percebemos uma performance destas empresas muito acima do mercado, mas que não se sustenta no médio / longo prazo. Já em seis meses, vimos que os resultados da amostra ficam abaixo do retorno médio do mercado, medido pelo IBRX. Isto reforça a teoria de uma bolha especulativa nas Ofertas Públicas Iniciais, já mencionada em outros estudos.

Tiniç (1988), ao mencionar este fenômeno, ressalta que os elevados retornos de curto prazo são advindos de uma elevada demanda inicial dos investidores, que não é totalmente atendida. Isto é bastante comum nas operações realizadas no Brasil, onde os investidores costumam receber apenas uma parcela da sua solicitação original. Isto pode ser parte da estratégia das empresas e dos bancos coordenadores das emissões, para garantir o sucesso das ofertas. Mesmo que este sucesso se observe apenas no curto prazo.

Os retornos mais baixos observados no longo prazo são consistentes com o resultado obtido na avaliação dos múltiplos, pois se o valor do lançamento foi justo, não haveria espaço para grandes upsides. Esta conclusão é ratificada quando observamos que os retornos de longo prazo (36 meses) convergem para o Custo de Capital estimado.

5.1. Limitações do estudo

Como foi destacado ao longo do texto, algumas simplificações importantes precisaram ser adotadas, em função das limitações de informações disponíveis.

Tanto a estimativa dos betas, quanto dos múltiplos, teve que ser realizada a partir de empresas do mercado americano, em função do mercado ainda pequeno no Brasil, pois nem todos os setores têm empresas listadas. O ajuste para o mercado brasileiro foi realizado, conforme metodologia descrita, mas ainda pode gerar distorções relevantes.

Além disto, para análise dos múltiplos, foi utilizado o método ingênuo, citado por Damodaran (2003), que considera como comparáveis todas as empresas do mesmo setor, apesar de nem sempre representarem perspectivas de crescimento, geração de caixa e risco semelhantes.

5.2. Sugestões para futuras pesquisas

Com o crescimento constante do Mercado de Capitais brasileiro, cada vez mais será possível um estudo com amostras maiores e períodos mais longos de resultados observados. Apesar de estatisticamente representativa, a amostra de 72 empresas ainda é extremamente baixa, quando comparada a estudos realizados no mercado americano. Os estudos de Ritter, por exemplo, consideravam amostras de

milhares de empresas, porém isto só será possível no Brasil provavelmente daqui a muitos anos.

Outros estudos, porém, já podem ser feitos com alguns aprofundamentos. Para a estimativa dos múltiplos, talvez fosse possível um estudo mais criterioso para delimitar os grupos de empresas comparáveis e, principalmente, refinar a forma de cálculo do ajuste para o mercado brasileiro. Este pode ser feito considerando a relação entre múltiplos brasileiros e americanos segmentado por setores / clusters de empresas.