

# 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

O mercado de capitais no Brasil vem merecendo atenção especial desde o início de 2004, quando o mercado de valores mobiliários foi impulsionado pela retomada de abertura de capital das companhias brasileiras. A conjuntura econômica e o fortalecimento do mercado financeiro nacional fizeram as empresas considerarem a abertura de capital, movimento este adormecido há tempos.

A situação econômica do país, a liquidez na bolsa, a preocupação com a governança corporativa por parte das empresas e a regulamentação que rege o setor foram alguns dos fatores que favoreceram a recente abertura do capital das empresas e estimularam os investidores a retornarem ao mercado de capitais comprando ações das empresas nacionais. Os anos precedentes não foram favoráveis nem estimularam a demanda por financiamento neste mercado.

A aplicação prática do presente trabalho envolve um estudo de caso da Natura, a primeira empresa de cosméticos na América Latina a abrir o capital. A escolha da empresa foi baseada na sua representatividade no mercado, que desde 2003 constitui a maior companhia de cosméticos de capital doméstico em termos de receita bruta do Brasil. A abertura de capital da empresa foi um caso de sucesso no mercado brasileiro, pois se apresentou como um investimento de qualidade para investidores, com consistente geração de caixa e uma estrutura desalavancada, além de integrar o seleto grupo de empresas com ações negociadas no segmento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

A abertura de capital foi um movimento estratégico da Natura para o crescimento, permitindo melhor posicionamento e acesso ao mercado de capitais para futuros ciclos de expansão de atividades. Espera-se que esse movimento permita a redução do custo de capital para a companhia, a valorização e liquidez das ações em face da negociação em bolsa e do compromisso com a governança corporativa, além de acelerar o processo de internacionalização das operações. Como o nível de informações demandadas pelo mercado de uma companhia aberta é enorme e poucas empresas são capazes de corresponder de forma eficiente, a Natura se preparou para que a transparência fosse um diferencial e fator atrativo para investidores.

## 1.2

### Objetivo

O trabalho tem por objetivo levantar as etapas do processo de abertura de capital, identificando seus custos e atrativos, finalizando com um estudo de caso da Natura Cosméticos S.A.

Para a análise do processo de abertura de capital da Natura, o mercado de cosméticos nacional e global será analisado, assim como serão identificadas as motivações da empresa para a abertura. Os dados financeiros serão investigados para maior conhecimento da gestão financeira e da capacidade de execução de suas estratégias. A pesquisa pretende, ainda, identificar se a empresa tem condições de manter crescimento no longo prazo e se os benefícios da abertura de capital podem ser observados na Natura ou se na realidade tal movimento foi inócuo para a companhia. O estudo de caso será concluído com a valoração da empresa e o aprecio das ações através da metodologia de fluxo de caixa descontado.

Os objetivos intermediários envolvem:

- Os determinantes do processo de retomada de ofertas públicas iniciais a partir de 2004 no Brasil; e
- O posicionamento da empresa com relação às competidoras de cosméticos internacionais.

### 1.3

#### **Delimitação do Estudo**

O foco da pesquisa será o estudo do mercado de capitais brasileiro, em especial os processos referentes à oferta pública inicial (*Initial Public Offering - IPO*). O trabalho se debruçará sobre o mercado de ações, uma vez que a Natura optou por realizar a distribuição pública secundária de ações ordinárias. Dessa forma, a pesquisa será restringida à análise desta modalidade, não fazendo parte do escopo a abordagem dos outros valores mobiliários como debêntures, notas promissórias, ou outros títulos devidamente registrados com o conceito de valor mobiliário na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O mercado de cosméticos será o mercado alvo. Como principais competidoras, serão consideradas na pesquisa aquelas que produzem ou comercializam fragrâncias, maquiagem e tratamento para pele e cabelos, principal nicho da Natura.

Quanto à delimitação geográfica, pelo fato de ser a única empresa brasileira de cosméticos de capital aberto, será necessário buscar comparação com empresas multinacionais do mesmo segmento, presentes em diversos países e continentes.

Quanto à delimitação temporal, pretende-se estudar as regras de abertura de capital vigentes no ano de 2004 e contextualizar os movimentos de abertura de capital de empresas nacionais na conjuntura da economia brasileira neste período. Quanto ao estudo de caso, será estimado o valor esperado das ações a Natura para o final de 2004, havendo posterior comparação com o preço real observado e com o preço das ações das competidoras internacionais.

### 1.4

#### **Relevância do Estudo**

O ano de 2004 foi um ótimo período para a economia brasileira. O número de empresas que realizaram oferta pública<sup>1</sup> a partir deste ano sinalizou ao mercado a retomada de confiança na economia nacional e o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. Em contrapartida, a política externa e a estabilidade político-

---

<sup>1</sup>Em 2004 foram realizadas vinte e uma ofertas públicas de ações e em 2005 vinte e oito. Considerando todas as modalidades de oferta pública, em 2004 foram registradas 359 operações contra 277 de 2003 e 264 de 2002. O número de ofertas realizadas em 2005 foi de 358.

econômica, associadas à valorização do real frente ao dólar, trouxeram os investidores externos novamente para o país.

Em 2004 cinco empresas estrearam no mercado abrindo o capital: Natura, Gol, CPFL Energia, Diagnósticos da América e Grendene. Em 2005 foram seis: Renar Maças, Submarino, EDP Energias do Brasil, Obrascon Huarte Lain Brasil, Cosan e Universo Online.

A maioria dessas empresas tem observado a contínua valorização dos seus papéis, o que de fato representa a confiança do mercado na empresa e sua gestão. Contudo, houve exceções como no caso da Renar Maças S.A., cujo alto valor inicial de oferta, não sustentado, resultou na queda da cotação, levando muitos investidores a experimentar perdas com o investimento. Isso mostra que, por mais que os indicadores econômicos sejam favoráveis à realização da abertura, as empresas precisam estar preparadas e ter perfil para companhia aberta.

Apesar do capital estrangeiro ser muitas vezes caracterizado como especulativo e de curto prazo, desde a abertura econômica na década de 90 os grandes investidores têm investido nas empresas com grande potencial de distribuição de dividendos e participações. Face o aumento da participação de grupos estrangeiros na composição do capital social de empresas nacionais, as empresas aumentaram a preocupação com a geração de valor aos acionistas.

Em um país como o Brasil, onde há carência de capital e expressiva demanda por investimentos e onde predomina pouca oferta de crédito privado de longo prazo, é praticamente unânime a visão de que o mercado de capitais pode desempenhar um papel relevante no processo de captação de recursos necessários à expansão das empresas.

A abertura de capital é apresentada como uma alternativa a essa necessidade. A literatura pesquisada apresenta um vasto conjunto de motivações e custos para este movimento, sem que haja consenso sobre se vale ou não a pena abrir o capital. Cada empresa apresenta necessidades e propósitos diferentes; dessa forma, não podendo generalizar os objetivos de cada firma ao ir a mercado.

A Natura é um caso muito interessante de IPO, pois representa a primeira empresa de cosméticos e de capital nacional a abrir o capital, uma das primeiras a fazer parte do Novo Mercado da Bovespa e que teve o investidor estrangeiro como principal participante.

Devido ao recente processo de reestruturação e consolidação das empresas, que resultou em novas aberturas de capital no Brasil, a valoração de empresas torna-se relevante a todos os gestores e analistas de investimento, instituições financeiras ou investidores interessados no acompanhamento de empresas abertas no mercado brasileiro e, ademais, a todas as empresas que estudam a possibilidade de abertura de capital.

## 1.5

### **Organização do Trabalho**

O trabalho está organizado em oito capítulos. O segundo capítulo tratará do referencial teórico, onde os componentes financeiros serão apresentados, identificando-se os modelos, fórmulas e premissas das taxas utilizadas na avaliação de empresas. Os principais agentes participantes e reguladores do mercado de valores mobiliários, as vantagens e custos da abertura, instrumentos de abertura de capital, assim como a evolução do mercado de capitais e o processo para a abertura de capital, também estarão presentes neste capítulo.

No terceiro capítulo a metodologia adotada será apresentada e explicada. Serão descritos o tipo de pesquisa, o universo e amostra, além da descrição da coleta de dados, tratamento dos dados e limitações do método.

O quarto capítulo se refere ao estudo de caso da Natura. As principais informações da companhia serão apresentadas neste capítulo, assim como será estudado o setor de cosméticos, os principais competidores comparáveis aos produtos e o canal de venda da Natura, além da descrição dos termos de oferta da companhia e de premissas financeiras utilizadas na avaliação.

O quinto capítulo apresentará os resultados da pesquisa. Nesta seção, serão destacadas as observações sobre o estudo do mercado de capitais no Brasil e do processo de IPO nos últimos anos. Também serão relatados os resultados encontrados para o estudo de caso e comparação com os resultados obtidos pelas instituições financeiras que também acompanharam o processo de IPO da Natura.

O sexto capítulo apresentará as conclusões do trabalho e recomendações para trabalhos futuros, enquanto os capítulos sete e oito, por fim, tratarão respectivamente das referências bibliográficas e anexos.