

SÉRIE IPO´s: TUDO O QUE VOCÊ PRECISA SABER SOBRE ABERTURA DE CAPITAL

Parte 2: A Valorização das Ações

- A valorização das ações no 1º dia
- A valorização dos IPO´s x A valorização do Ibovespa
- Como as ações vão se comportar no longo prazo
 - Valorizações no médio e longo prazo

Rodrigo Pasin (rpasin@uol.com.br)

- Consultor da Cavalcante & Associados, especialista nas áreas de fusões e aquisições, avaliação de empresas, finanças corporativas e mercado de capitais.
- Mestre em Administração, na área de finanças, pela FEA/USP.
- Co-autor do livro "Avaliação de Empresas: um guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor", editado pela Pearson Education/Financial Times/Valor Econômico, em 2005.
- Criador do site www.avaliacaodeempresas.com.br e do Modelo Multifatorial de Avaliação de Empresas.
- Realizou 15 transações de F&A e 72 avaliações nos últimos 07 anos.

A Cavalcante & Associados está a disposição de sua empresa para discutir assuntos relacionados a processos de abertura de capital, preparação de empresas para IPO´s, fusões e aquisições, finanças corporativas e avaliação de empresas.

IPOS – A VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES

Os recentes processos de abertura de capital de empresas brasileiras estão chamando a atenção de todos: novas empresas que querem abrir capital, fundos de capital de risco que vêem o mercado de capitais como uma porta de saída, investidores institucionais e pessoas físicas em busca de grandes retornos em curto espaço de tempo e pesquisadores estudiosos do assunto.

Por isso, a Cavalcante & Associados está lançando uma série de Up-To-Dates sobre o assunto. No primeiro relatório, foi discutido se existem setores e empresas ideais / adequados para terem capital aberto, o interesse das pessoas físicas e estrangeiros, a demanda x oferta das aberturas de capital que justificam em grande parte das vezes uma grande valorização no dia do lançamento da ação e as diferenças do Novo Mercado.

Neste relatório será analisado o porque da valorização das ações no dia do lançamento, as faixas de preços das ações, e qual a variação das novas ações em relação a variação do IBOVESPA.

No próximo será feita uma comparação do valor das novas empresas em relação às empresas menos arriscadas do IBOVESPA e uma análise completa do valor das empresas novatas pelo método dos múltiplos: Valor de Mercado das Empresas, Valor Empresarial, Valor / EBITDA, Valor / Faturamento, Preço / Lucro – tanto no dia do IPO quanto o valor atual.

Ao leitor, desejamos uma ótima leitura. Ao investidor, desejamos uma seleção cuidadosa das ações para investir e bons retornos e as empresas, que analisem as vantagens e desvantagens de tais processos, assim como os requisitos para realizar uma abertura de capital.

Revisão dos Textos Acadêmicos Internacionais sobre IPO's

Em um artigo de março de 2006 no jornal Valor Econômico, intitulado "Uma análise sobre o fenômeno IPO", Gustavo Harckbart, fez uma revisão comentada bastante interessante sobre o fenômeno em questão:

"No mercado americano, de 1980 a 2001, houve mais de uma empresa por dia útil abrindo seu capital. Nesse período, foram captados US\$ 488 bilhões via IPO, sendo que a oferta média foi de US\$ 78 milhões, com algumas na casa dos bilhões de dólares.

No meio acadêmico existe um debate intenso sobre a questão IPO. Em seu artigo intitulado "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", publicado no NBER (National Bureau of Economic Research), Jay Ritter e Ivo Welch, professores das Universidades da Flórida e Yale, respectivamente, fazem uma revisão da literatura existente. Os autores focam em três grandes questões sobre o processo de abertura de capital: por que empresas decidem abrir seu capital, por que elas presenteiam os investidores do primeiro dia com retornos acima da média (que os acadêmicos chamam de "underpricing") e, por último, qual a performance de longo prazo dos IPOs.

A primeira questão examinada pelos autores é a razão pela qual as empresas decidem optar pela realização de uma oferta pública ao invés de explorar outras alternativas para levantar capital. Boa parte da literatura existente foca na questão da assimetria de informação entre os sócios da companhia considerando levantar capital e o mercado. Se os controladores da empresa acreditam que não conseguirão em uma oferta o que julgam ser um preço justo pelas ações de sua empresa, então a decisão é de esperar pelo momento adequado para a realização da oferta. O problema desse tipo de teoria é que elas são difíceis de serem testadas, pois os pesquisadores só observam o

conjunto de empresas que foi a mercado - as que optaram por esperar, em geral, não são registradas.

O problema do "underpricing" do primeiro dia dos IPOs é um fenômeno amplamente conhecido no mercado americano: por exemplo, de 1980 a 2001, ao final do primeiro dia de negociação, as ações foram cotadas em média 18,8% acima do preço de lançamento. Para Ritter e Welch, as abordagens acadêmicas mais promissoras são as que exploram o processo de "bookbuilding" pelo qual os bancos de investimento alocam ações para os diferentes investidores e vão ajustando o preço da emissão até que a relação oferta e demanda seja satisfatória. Após fixado o preço preliminar da oferta, os banqueiros iniciam o processo de "road show" por meio do qual pretendem adquirir informações de grandes investidores sobre seu nível de interesse.

Essas teorias se baseiam no argumento de que para induzir investidores importantes a revelarem seu verdadeiro interesse, os bancos coordenadores precisam garantir a eles alguma combinação de alocação e preços atraentes. Corroborando essa visão, os autores citam o estudo de Philip Lee, Stephen Taylor e Terry Walter, intitulado "IPO underpricing explanations: Implications from investor application and allocation schedules", que mostra que grandes investidores interessados no processo requerem e recebem uma alocação maior dos IPOs.

A terceira questão discutida é a performance de longo prazo dos IPOs. Os defensores da eficiência de mercado enxergam ações recém-laçadas em bolsa como qualquer outro tipo de ações, de modo que sua cotação reflète de maneira precisa seu valor intrínseco. Os estudos disponíveis, apesar de não totalmente conclusivos, parecem indicar algo diferente. A performance de longo prazo dos IPOs tem sido, na visão da grande maioria dos pesquisadores, insatisfatória. Ritter e Welch encontraram uma performance no período de três anos descontada a performance do índice de mercado CRSP (composto por

ações da Amex, NYSE e Nasdaq com pesos ponderados por valor de mercado) de queda de 23,4%!

A evidência atual parece indicar que ofertas iniciais não são o melhor momento para o investidor de longo prazo montar posições. Comprar empresas com prêmio de "valuation" em relação as suas comparáveis realmente não nos parece ser uma das estratégias mais eficientes. De todo modo, a análise deve sempre ser feita caso a caso - especialmente no Brasil, onde as empresas emitindo ações vem adotando padrões de governança corporativa acima da média do mercado."

OS CASOS RECENTES NO BRASIL *

Na tabela abaixo, estão apresentados os casos de abertura de capital de 2004 a março de 2006:

Empresa	Data	Faixa de Preço Inf.	Faixa de Preço Sup.	Preço da Ação no IPO	Varição 1º dia	Preço da Ação 15/03/2006	Varição Ação	Ibovespa dia IPO	Ibovespa 15/03/2006	Varição Ibovespa	Varição Ação / Ibovespa
Natura	26/5/2004	32,00	38,00	36,50	15,61%	118,50	224,7%	21.323	38.244	79,4%	2,83
Gol	24/6/2004	23,00	26,00	26,57	5,38%	62,20	134,1%	20.708	38.244	84,7%	1,58
ALL	25/6/2004	40,00	49,00	46,50	13,00%	124,49	167,7%	20.750	38.244	84,3%	1,99
CPFL	29/9/2004	17,00	20,00	17,22	0,06%	31,35	82,1%	23.208	38.244	64,8%	1,27
Grendene	29/10/2004	27,50	32,50	31,00	12,00%	18,55	-40,2%	23.052	38.244	65,9%	(0,61)
DASA	18/11/2004	16,00	20,00	20,00	20,00%	52,01	160,1%	24.143	38.244	58,4%	2,74
Porto Seguro	22/11/2004	16,00	20,00	18,75	6,40%	36,75	96,0%	24.445	38.244	56,4%	1,70
Renar Maçãs	28/2/2005	1,60	1,60	1,60	5,00%	0,71	-55,6%	28.139	38.244	35,9%	(1,55)
Submarino	30/3/2005	20,33	23,05	21,62	0,00%	50,49	133,5%	26.469	38.244	44,5%	3,00
Localiza	23/5/2005	14,40	17,60	11,50	0,00%	36,50	217,4%	24.214	38.244	57,9%	3,75
Renner	30/6/2005	37,00	43,00	37,00	3,62%	107,10	189,5%	25.051	38.244	52,7%	3,60
Energias do Brasil	13/7/2005	22,00	28,00	18,00	11,16%	31,50	75,0%	25.855	38.244	47,9%	1,57
OHL	15/7/2005	18,00	22,00	18,00	1,11%	31,08	72,7%	25.221	38.244	51,6%	1,41
Nossa Caixa	27/10/2005	26,00	31,00	31,00	17,58%	49,12	58,5%	29.132	38.244	31,3%	1,87
Cosan	18/11/2005	40,00	46,00	48,00	15,83%	110,00	129,2%	31.102	38.244	23,0%	5,62
UOL	18/12/2005	13,50	16,50	18,00	9,39%	16,46	-8,6%	33.291	38.244	14,9%	(0,58)
COPASA	8/2/2006	19,50	23,50	23,50	6,38%	24,05	2,3%	36.499	38.244	4,8%	0,49
Vivax	8/2/2006	20,50	23,50	24,50	10,61%	26,15	6,7%	36.499	38.244	4,8%	1,41
Gafisa	17/2/2006	15,00	18,50	18,50	24,32%	24,00	29,7%	38.421	38.244	-0,5%	
Company	2/3/2006	13,00	16,00	16,00	20,63%	24,00	50,0%	39.125	38.244	-2,3%	
Totvs	8/3/2006	27,00	34,00	32,00	4,48%	36,00	12,5%	37.289	38.244	2,6%	4,88
MÉDIA					9,65%		82,72%				1,95
MEDIANA					9,39%		75,00%				1,70

*Fonte: Rodrigo Pasin.

A valorização das ações no 1º dia

Nos Estados Unidos conforme apresentado na revisão literária internacional sobre IPO's, as novas ações em seu primeiro dia tiveram de 1980 a 2001 uma valorização de 18,8%. No Brasil está média está em 9,7%, entretanto, existem casos 20% e 24%, conforme visualizado na tabela anterior.

Nenhuma ação no histórico brasileiro até março de 2006 se desvalorizou em seu primeiro dia, indicando que a aposta se não for rentável para o investidor, dificilmente dará prejuízos.

Entretanto, cada caso deve ser analisado isoladamente. Não se pode usar o passado para se prever o futuro.

A explicação para este fenômeno parece não ter sido explicado adequadamente pela teoria. As empresas emissoras e seus bancos estariam dispostos a ceder parte do valor para o controlador para os investidores minoritários adquirentes de tais ações?

Ou será se a novidade de uma nova ação e o entusiasmo dos investidores com o ganho, a grande demanda pelas ações e a oferta limitada geram esta valorização do primeiro dia, ou em outras palavras, esta entrada triunfal no mercado?

A valorização dos IPO's x A valorização do Ibovespa

Na tabela anterior também se visualiza a variação de todas as novas ações desde o lançamento e a variação do IBOVESPA.

Algumas empresas como Natura e Localiza chegaram a render mais de 200% enquanto o IBOVESPA variou 80% em média desde o lançamento destas ações.

A coluna Variação Ação / Variação Ibovespa, mostra quando vezes mais ou menos as ações das empresas variaram em relação a variação do Ibovespa. Assim, se a Natura variou 224% desde o lançamento, o Ibovespa variou 79%, a Natura variou 2,83 vezes mais que o Ibovespa.

Se nos Estados Unidos os retornos após 03 anos das empresas que fizeram IPO's em relação aos índices de mercado foram negativos (23%), no Brasil ainda não houve tempo para tal estudo, porém, espera-se que os retornos desta primeira leva de empresas que fizeram IPO's sigam superiores ao Ibovespa no próximo ano. Em média as 20 empresas brasileiras, no período de 2004 a março de 2006, variaram 1,95 a mais que o Ibovespa.

Como tentar prever o comportamento das ações no longo prazo

Além dos conhecimentos sobre o mercado financeiro, técnicas de avaliação de empresas e análises comparativas por múltiplos o investidor deverá acompanhar de perto os relatórios trimestrais das empresas novatas. Dado que as avaliações destas empresas estão "generosas", como veremos no próximo Up-to-Date, espera-se que estas empresas apresentem grandes aumentos em seus faturamentos e principalmente em seus resultados operacionais, leia-se em seus EBITDAs. Se isto acontecer, provavelmente as ações continuarão tendo potencial de valorização, se não, salve-se quem puder, ou melhor, quem não estiver comprado!

Informações Adicionais

Caso queira informações sobre tais processos, não hesite em entrar em contato com a Cavalcante & Associados.