



# Cheque milionário

Nas reestrútuas em bolsa, companhias ampliam o valor de suas ações em 80% e confirmam as ofertas públicas como o mais recente fenômeno de criação de valor

Por Adriana Souza Silva



Nos anos 90, as boas práticas de gestão de negócios incorporaram o conceito de criação de valor. Mais do que faturamento ou lucro estampados nos balanços, investidores buscaram modelos de produção ou prestação de serviços que efetivamente adicionassem riqueza. Muito se evoluiu na implementação de processos alinhados com essa diretriz, não há dúvida. Mas dá para arriscar dizer que foi nas ofertas públicas de ações dos últimos tempos que os empresários brasileiros visualizaram, como nunca, a sedutora e surpreendente perspectiva de criar valor. Milhões de reais apareceram em suas contas bancárias ou no caixa de suas companhias do dia para a noite, após uma emissão cuidadosamente embalada por um atrativo plano de negócios.

O fenômeno fica claro quando comparamos o valor das ações de uma companhia antes e depois de uma oferta pública. Para utilizarmos apenas os preços de bolsa, selecionamos um grupo de 22 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que realizaram ofertas primárias de ações entre 2006 e 2007. Depois, comparamos o preço de suas ações na oferta com a cotação registrada seis meses antes e chegamos a uma valorização média de 80%, contra um Ibovespa médio de 19% no mesmo período (*veja quadro na página 18*). Em um terço dos casos, o valor dos papéis mais que dobrou — são exemplos a Drogasil e a Rossi, cujas altas atingiram 227% e 468%, respectivamente, nos seis meses anteriores a suas ofertas, em comparação com um Ibovespa de modestos 24% e 37% nos períodos correspondentes.

Quem conhece o mercado sabe que existem algumas razões para isso. Investidores apreciam as companhias que aumentam sua liquidez, revisam planos de negócios e aderem às boas práticas de governança corporativa. Fica claro que o próprio processo de oferta pública — e toda a preparação da companhia que o envolve — tem fundamentos relevantes para justificar a criação de valor. Ainda assim,



quando os milhões de reais que surgem após uma oferta impressionam, aparece aquela pulga atrás da orelha: faz mesmo sentido tal exuberância?

**ENTRE PROJEÇÕES E NOVIDADES** — Nami Neneas, responsável pela área de renda variável do Banif Banco de Investimento, lembra que, para discutir o tema, não podemos nos esquecer dos princípios básicos de avaliação de empresas. “Um dos modos de calcular o valor de uma companhia é olhando para o seu faturamento. Portanto, no momento em que os sócios avisam ao mercado que sua meta é aumentar a receita num prazo determinado — e isso tem chances de acontecer, pois irão captar recursos em bolsa —, o valor dessa empresa, automaticamente, acompanha as previsões de crescimento”, pontua.

Nesse raciocínio, a projeção é um elemento que faz toda a diferença. E ela depende, diretamente, do plano apresentado pelos acionistas controladores. “Quando o sócio realiza uma oferta, ele deixa de ser tachado como o dono de uma companhia à espera de ser comprada e passa a ser o líder de um projeto para o futuro”, acrescenta Neneas. Outro item fundamental nessa discussão é o valor da companhia em bolsa antes da oferta. Se sua liquidez era baixa e não havia uma política de Relações com Investidores proativa, é muito provável que os papéis estivessem esquecidos pelo mercado e cotados a preços subavaliados.

Mas há também fatores menos ortodoxos. Alexandre Póvoa, diretor da asset do Banco Modal, lembra que é preciso considerar o chamado “efeito novidade”. Trata-se de uma reação semelhante à que

acontece quando uma garota aparece com um belo corte de cabelo no trabalho e consegue despertar a atenção dos colegas, como se fosse uma nova funcionária. “Apesar de já serem listadas, muitos investidores, sobretudo os não-qualificados, nunca tinham ouvido falar dessas companhias até então”, diz. “Mas o fato de terem aparecido num momento em que os IPOs desfrutam do apetite voraz dos investidores estrangeiros na bolsa brasileira garantiu às veteranas a mesma receptividade dedicada às ofertas públicas iniciais.”

Outro aspecto lembrado por Póvoa é que o Brasil vive hoje um cenário macroeconômico diferente devido à proximidade de o País se tornar investment grade. Isso também é uma novidade e influencia positivamente os papéis. “Sou do tempo em que, quando uma empresa falava que ia fazer um aumento de capital, sua ação caía”, brinca o diretor da Modal, referindo-se à fuga dos investidores quando a perspectiva de excesso de oferta em relação à demanda derruba os preços.

André Segadilha, gerente de análise da Prosper Corretora, não tem dúvidas de que fazer uma emissão é o modo de obrigar o mercado a analisar melhor um determinado negócio. A questão é se essa revisão de valor está sendo mesmo criteriosa ou estimulada por um excesso de liquidez e de entusiasmo. “Em tempos de muita liquidez, o mercado costuma dar um crédito extra para o otimismo dos controladores”, lembra o analista.

Já o professor do Instituto Coppead/UFRJ Ricardo Leal, especialista em governança corporativa, é mais categórico. “Só a governança não tem o poder de multiplicar o valor de uma empresa em tão pouco

tempo”, afirma. “É preciso considerar também a euforia do mercado.” Ele ressalva, porém, que as boas práticas têm um peso significativo na alta dos preços das companhias.

**QUEM PAGOU O PREÇO CERTO?** — O incremento no valor das ações após uma oferta pública pode ser observado também nas empresas que buscam o mercado pela primeira vez. Nesses casos, a comparação é menos precisa, uma vez que não existem cotações de bolsa disponíveis, e o patrimônio líquido contábil não costuma refletir o valor econômico. Mas, quando a empresa passou por uma aquisição de fundo private equity antes do IPO, os números dão algum indício do poder dessas ofertas.

Um exemplo é a administradora de shopping centers BR Malls. Ao ser adquirida pela GP Investimentos em novembro de 2006, ela valia R\$ 672,7 milhões. Em abril deste ano, no IPO, seu valor de mercado passou a R\$ 2,1 bilhões, um ganho de 213%. Num primeiro momento, não dá para evitar a impressão de que alguém pagou de mais ou de menos pelo negócio. Principalmente porque muito pouco tempo se passou entre uma operação e outra.

É claro que a permanência dos fundos de private equity no capital das companhias tem um efeito importante de criação de valor. Normalmente, eles promovem redução de custos, melhoram a governança e profissionalizam os processos. O tamanho do salto no valor das empresas, contudo, impressiona. Levantamento preparado pelo sócio da Value Consultoria, Rodrigo Pasin, a pedido da *Capital Aberto*, com base nas informações públicas de sete IPOs realizados em 2006 e 2007 e precedidos por um investimento de private equity, aponta que, em períodos de até três anos, esses empreendimentos foram valorizados, em média, 1.191%. Na mediana,

**Novas emissões obrigam o mercado a avaliar melhor um determinado negócio. Mas questiona-se se essa revisão de valor está sendo mesmo criteriosa**

esse crescimento foi de 467% (veja quadro abaixo).

As razões para a variação, contudo, podem ser várias. Entre o private equity e o IPO, inúmeros eventos interferem nos negócios de uma companhia, a maioria deles direcionada à criação de valor. Luiz Eugênio Junqueira Figueiredo, sócio da gestora de recursos Rio Bravo, lembra que, além das melhorias na gestão, a empresa pode ter feito aquisições. No exemplo da BR Malls, desde a entrada da GP no negócio até o dia do IPO, a companhia adquiriu participações em 19 shopping centers, com um investimento total de R\$ 1,4 bilhão. Por fim, há as mudanças macroeconômicas ocorridas ao longo do período, que também influenciam o valor das ações.

É preciso ainda considerar que, ao precificar seus investimentos, os fundos de private equity e os aplicadores de bolsa possuem horizontes totalmente diferentes. “O objetivo principal de um fundo com esse perfil não é, necessariamente, a perenidade da empresa”, diz Mônica Carvalho Molina, diretora de RI da Datasul. “Sua visão é proporcional ao prazo que seus cotistas têm para ficar no negócio e dele tirar a máxima rentabilidade.” A Datasul recebeu um investimento do fundo South America Private Equity, mas a participação foi recomprada, em julho de 2004, pelos fundadores da companhia.

Rodrigo Pasin, da Value Consultoria, acredita, porém, que as grandes variações de preço entre antes e depois do IPO estão com os dias contados. Para ele, a crescente oferta de crédito para as companhias diminuirá as chances de os fundos private equity encontrarem verdadeiras barganhas para investir. Ao mesmo tempo, quanto mais aumenta o número de IPOs, mais os investidores de bolsa tendem a ser seletivos. É ver para crer. ■

## Maravilhas do IPO

As dez maiores altas entre as veteranas

Empresa	Fundo	Entrada	Saída no IPO	Valorização (em %)
Equatorial	GP Investimentos	2004	2006	2.707
Lupatech	GP Tecnologia	2003	2006	467
Dufry	Advent	2006	2007	60
BR Malls	GP Investimentos	2006	2007	213
Metalrio	Artesia e Ervin Meritor	2004	2007	4.379
Cremer	Merrill Lynch	2004	2007	479
Providência	Gol + Investidores (AIG)	2007	2007	38

Fonte: Value Consultoria