
RETOMAMOS O CICLO DOS IPOs DE EMPRESAS DE REAL ESTATE CENÁRIOS UFANISTAS

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Preliminares

Nos idos de 2005 ocorreu uma expansão de captações a mercado em volume capaz de criar grandes corporações de real estate no mercado nacional. Naquela época, professores do NRE-Poli e alguns dos nossos pesquisadores em programas de mestrado e doutoramento dedicaram algumas páginas de texto e modelos de análise para criticar o que vinha acontecendo e dar vaticínio sombrio às suas repercussões. Destacávamos dois aspectos principais: (i) - a precificação inadequada das ofertas, sustentada por prognósticos baseados em devaneios, sem fundamentos que dessem crédito à capacidade operacional exigida das empresas para promover a geração de riqueza para os acionistas que os prospectos anteviam, e (ii) - a incapacidade que as empresas teriam de se amoldar, seja em planejamento estratégico, como em estruturas de gestão, à sua nova escala, considerando o ingresso primário de recursos. Com respeito às ofertas secundárias, muitos donos de ações viram aumentar sua riqueza em múltiplos expressivos, como ainda os executivos, por meio de opções. O que resultou o mercado sabe. Destruição de valor em proporções alarmantes, empresas que desapareceram, outras que vegetam, em recuperação judicial ou não, e algumas poucas empresas que se sustentaram ativas em regime sadio, ou quase, mas, mesmo assim, em patamar de valor inferior do que mostravam os prospectos e seus prognósticos à época. Neste ano, apesar da situação da economia e de como as empresas estão operando, algo semelhante acontece, ainda que em proporções muito menores.

Com relação ao momento que vive o mercado residencial¹, interessa realçar a ocorrência de movimento em onda no mercado, à semelhança de situações já conhecidas do passado recente, ainda que hoje induzida por outros fatores:

(i) – taxa referencial de juros baixa açula a migração de recursos para ativos não financeiros, na busca de melhor rentabilidade. Mas o binômio mestre dos investimentos nunca se altera – "nos investimentos, rentabilidade esperada e riscos

¹ Vamos restringir os comentários desta Carta ao segmento residencial.



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

movem-se no mesmo sentido". Alguns poupadores, que estão posicionados em aplicações financeiras a taxas abaixo da inflação, tendem a sair da condição de conforto e muitos pensam na máxima equivocada de que os imóveis protegem o principal investido e, se os aluguéis ainda entregarem uma renda, mesmo reduzida, ainda sim é um investimento cujo valor se ajusta pelo menos no patamar da inflação, de modo que entrega renda efetiva. Aparece uma demanda especulativa;

(ii) – taxa referencial de juros baixa repercute nos juros do crédito de aquisição, o que facilita contratar a compra da casa própria. A demanda orgânica pode ser adiantada sob esse cenário. O crescimento da demanda pode provocar especulação de preços, tendendo a insuflar especuladores, que, além de fazer a leitura da proteção e da segurança, acabam por raciocinar que é razoável apostar em curva de preços para cima;

(iii) – um ciclo de represamento de demanda sempre induz especulação adiante. Na conjuntura atual, o primeiro semestre vivenciou uma retração da demanda orgânica. A razão é a de sempre: insegurança quanto ao emprego e manutenção da renda no médio prazo arrastam a decisão de comprar a casa própria para um momento adiante em que a família se sinta mais segura quanto a esses dois fatores. Quando a demanda reprimida volta, ocorre pressão sobre os preços;

(iv) – pressões de demanda induzem os empreendedores a adiantar lançamentos, o que acaba por desequilibrar o mercado dos insumos. Custos de construção sobem, pressionando os empreendedores a aumentar o preço de oferta. O patamar de preços oferecidos sobe provocado pela estrutura dos custos e os preços sobem especulativamente provocados pela demanda.

Mas o mercado se equilibrará adiante e, por causa dos estoques especulativos (os investidores que compram esperando valorizar e vender), tende a ocorrer a reversão da onda, mantendo a característica marcante do real estate residencial. Se os custos de construção não reverterem, o patamar de preços final será mais elevado, de modo que parte da especulação poderá se salvar. Nas grandes cidades, levando em conta que estoques de terrenos não têm a mesma elasticidade da oferta e não correspondem a um mercado organizado, tende a ocorrer uma mudança permanente no patamar dos preços, o que faz os empreendedores construírem produtos menores e de custo mais moderado para atingir ao mesmo perfil de famílias, que, ao longo do tempo, vão sendo expulsas da vizinhança das centralidades para a periferia das cidades.



2. Prospectos e seus cenários

Muitos prospectos das ofertas de ações usam essas referências da conjuntura para estabelecer curvas de crescimento de demanda e preços que perenizam movimentos, o que leva a acreditar que as margens crescem e permanecerão crescendo.

Um segundo viés é representado por um pretenso ganho de agilidade, que leva a serem concebidos cenários de comportamento em que a empresa objeto angaria uma condição imediata de operar em escala compatível com o aumento de capital gerado pela oferta, em geral em múltiplo expressivo, tão logo as ações sejam colocadas. Isso responderia por aceitar que as empresas são dotadas de um grau de flexibilidade operacional, que seus sistemas e mesmo a dinâmica do mercado não apresentam. Prazos para geração de negócios a partir da "deglutição" de informações sobre muitas oportunidades de investimento e a sua seleção, prazos para sair da aquisição do terreno e chegar a ofertar produtos, questões legais e de registros, aprovações de projetos e financiamentos não são alterados porque a empresa ganha musculatura financeira com os recursos captados. Ao contrário, em empresas de gestão mais qualificada alguns prazos que envolvem processos internos de decisão devem ser dilatados, causados pela natural burocratização endêmica provocada pela escala de produção e pelo partilhamento das decisões por níveis inferiores na organização.

Um terceiro é representado por fazer prognósticos em cenário referencial otimista quanto a preços, custos, velocidade de vendas e a moeda de ajuste dos preços, questão que tem maior influência quando a economia está sob altas taxas de inflação, o que não se espera no médio prazo no país. Ainda há que se considerar a diferença entre apropriação de resultado pelo sistema *poc*² contra a geração de caixa correspondente ao resultado. O sistema *poc* adianta a apuração do resultado gerado pelos empreendimentos e, pior, ao se valer do orçamento para o complemento da obra a cada apuração mensal, permite manipulação de indicar resultados mais generosos e que deverão ser revertidos diante da realidade de custos à frente.

Tudo somado faz com que os prospectos sejam fundamentados em **cenários ufanistas**.

² É tradicional usar a nomenclatura em inglês neste caso: *percentage of completion*, ou seja, apropriação de resultado na curva de custos de implantação.

3. A conjuntura por meio de um protótipo

É possível explorar como se constrói viés de valuation usando cenários ufanistas por meio de protótipo. Ilustremos uma empresa, sob a luz de seu empreendimento típico a ser perseguido como paradigma na análise das oportunidades de investimento, com o objetivo para aplicar os recursos primários captados na abertura de capital. Vamos medir o valor da empresa, que deveria ser o **valor justo**³ a ser levado para a oferta.

Ao comentar sobre valor justo, temos verificado que neste segundo e terceiro trimestres de 2020, algumas empresas desistiram de abrir o capital e outras, estranhamente, aceitaram colocar ações bem abaixo da faixa de valor preconizada no período de book-building. Pergunta-se: sobre quais fundamentos está ancorado o valor justo da oferta?

Vejamos um acontecimento recente: (i) - faixa de preço da ação na oferta em reais |11,50 – 15,50|, já suscitando uma questão de "sob que cenários a precificação foi explorada", de modo que a empresa tenha um valor no índice 11,50 ou ~35% acima

³ Valor justo de um ativo é aquele que pode ser justificado por meio de seus atributos. Nos casos mais simples no real estate, o valor justo pode ser derivado do conceito de reprodução (custos para implantar somados a uma "mais valia" adequada, tendo em vista os parâmetros do mercado competitivo). Ainda no real estate, o valor medido por comparação poderia ser considerado justo porque em uma determinada conjuntura está sustentado nos parâmetros do mercado. Mas, o mercado pode estar distorcido, de modo que o valor tomado por comparação seria o provável para uma transação, mas não seria necessariamente o valor justo. Nos ativos mais complexos, imóveis para renda ou empresas, o atributo que conduz à arbitragem de valor é a capacidade de geração de renda que o ativo apresenta, cuja medida é associada a cenários e aí é que os cenários ufanistas produzem leituras inadequadas de valor.

Para uma companhia, o atributo capacidade de geração de renda adiante não é necessariamente caudatário da sua história, mas sim fruto da sua capacidade de ajuste às mutações no mercado no qual está inserida e do entendimento das pressões do ambiente sobre a companhia: aquelas que pode reagir através de gestão e as insuperáveis, que deixarão sequelas, fazendo cair a geração de renda esperada. Como exemplos: (i) a companhia deve ser capaz de ajustar o planejamento dos seus produtos, na busca da melhor inserção de mercado, mas (ii) não pode se munir de defesas para custos e preços que fogem dos patamares de planejamento, quando as distorções ocorrem por força de agentes do mercado, que a companhia não domina - genericamente, custo dos insumos, preços que caem por força de viés de oferta no mercado competitivo. Por não ter condição de dominar este tipo de pressão é que os cenários de arbitragem de valor justo devem estar apoiados em parâmetros estressados de custos e preços, fora das expectativas do cenário referencial.

desse valor. Como 11,50 já deve estar vitaminado de otimismo, quais fundamentos suportariam um valor 35% maior? Cenário hiperufanista?;

(ii) – mas a colocação foi feita a 9,40, ou seja ~18% abaixo do piso do intervalo de referência e ~39% do teto. Isso significa que o controlador aceita 9,40 como valor justo diante do intervalo resultante dos cenários ufanistas? Se verificarmos que, nesse exemplo, ~5,5% dos recursos captados foram para aumentar o capital da empresa (primários) e o saldo de 94,5% tenha sido resultado de venda dos controladores, talvez se encontre o caminho da resposta. Ou seja, os cenários ufanistas servem para qual finalidade na oferta ao mercado?⁴ | 5.

3.1. Consideremos o quadro 1, que mostra o balanço de um empreendimento típico para classe média alta no mercado da cidade de São Paulo, cujos valores são lançados na forma de número índice, para o índice 100 de receita bruta de vendas na moeda da base.

Consideremos que a empresa vai expandir sua atuação pelo ganho de capacidade de investimento, fruto da abertura de capital, procurando respeitar na sua atuação o desempenho espelhado pelo protótipo, cujos dados já consideram as contas no ambiente do empreendimento e a repercussão das contas gerais da administração tratadas como margem de contribuição na geração dos parâmetros do protótipo.

A arbitragem do valor justo respeitará a expectativa de geração de renda contra os investimentos exigidos, submetido o empreendimento (i) ao cenário referencial espelho do comportamento identificado da companhia e (ii) aos cenários estressados, com desvios de custos e preços. O resultado esperado, aplicados os investimentos exigidos, estará em um intervalo de valor, sendo o valor do cenário referencial meramente uma referência para o entendimento de qual é o impacto produzido pelos desvios de comportamento, custos para cima e receita para baixo. É com base nos cenários estressados que se concluirá pelo valor justo.

No exemplo, a ilustração do quadro 1 indica o intervalo de resultado entre 15,31 e

4 Outro exemplo interessante. Intervalo |11,00-14,30| e colocação a 9,35. Para o caixa da empresa 17,4% dos recursos captados e o saldo para os controladores.

5 Não é objeto desta Carta criticar ganhos legítimos dos controladores que venderam suas ações a preços que o mercado aceitou pagar. O propósito é provocar uma crítica sobre cenários e métodos utilizados para dar suporte à valuation das ações das companhias. Procedimentos equivalentes no passado já destruíram valor e empresas e, como o mercado não aprende, parece que neste curto intervalo de tempo de euforia de IPOs, em escala menor quanto aos volumes, os mesmos atores replicaram a história.

15,45 % da receita de vendas (esta com índice 100). A renda de 17,14% deverá ser desconsiderada para efeito de arbitragem do valor justo, não por se apoiar em cenário ufanista, mas em cenário que admite a companhia infensa a pressões do ambiente competitivo, o que, em si, já significa um viés otimista inaceitável.

quadro 1 imagem do protótipo que pode espelhar o desempenho da companhia no curto prazo

balanço do empreendimento protótipo como imagem da companhia		
valores em moeda da base pelo Ipca números índice		
	cenário referencial, espelho da operação da companhia	cenários estressados (*)
receita de vendas	100,00	
impostos em SPE-LP	(6,73)	
corretagem	(5,00)	
PP&M	(4,01)	
despesas com repasses	(0,30)	
receita líquida de vendas	83,96	
custeio da implantação	(66,82)	
terreno, outorga e despesas conexas	(17,50)	
contas da construção	(39,90)	
contas do financiamento à produção	(1,82)	
margem de contribuição para CGA	(7,60)	
resultado visto pela companhia (**)	17,14	 15,31 - 15,45
		- 10,68% - 9,86%

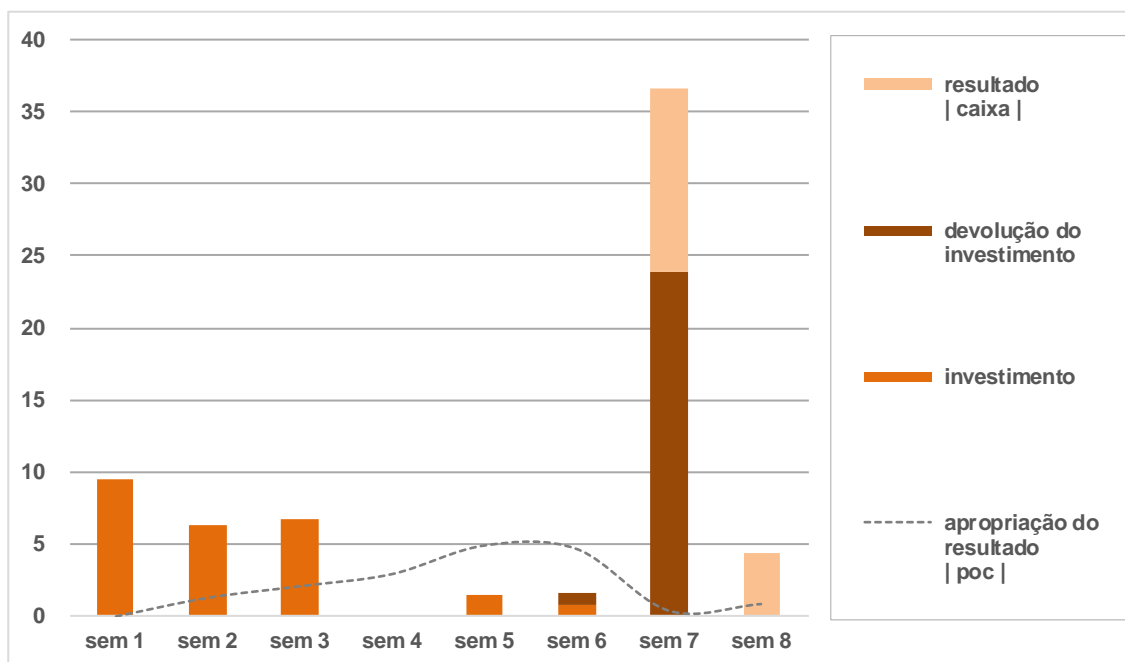
(*) stress aplicado somente para custos de construção e receitas no fluxo, até as fronteiras de + 4,0% custos | e | -2,0% receita |

(**) resultado apropriado no período de | 44 meses | regime poc

Vejamos na imagem do gráfico 1 os fluxos de investimento e retorno, este partido em devolução do investimento e resultado, acompanhados da curva de apropriação do resultado pelo regime *poc*. A doutrina manda que a valuation de um ativo seja

processada por meio do fluxo de retorno. Se, na análise, em vez de usarmos dados financeiros, extraídos do fluxo de caixa da companhia no horizonte usado para extrair o cenário referencial de comportamento, nos valeremos dos dados de balanço, o fluxo de resultado aparecerá adiantado, o que provocará um expressivo aumento do valor justo, quando se fala da lógica financeira típica dos empreendimentos residenciais financiados.

gráfico 1 fluxos investimento e retorno do protótipo em regime semestral



- (i) O que é razoável usar como prognóstico no desenho do cenário de precificação, para determinar o valor justo e com uma certa proteção aos riscos para propor o valor de mercado das ações da companhia?
- (ii) Não nos parece que um valor justo será calculado se admitirmos que a companhia manterá ímpoluto o desempenho médio mostrado pela sua história de curto prazo, aumentando a escala e submetendo sua estrutura de gestão aos procedimentos mais rígidos necessários para ser uma empresa maior e, ainda mais, de capital aberto.
- (iii) De outro lado, os negócios do real estate são submetidos a pressões do ambiente



não mitigáveis por meio de ações gerenciais, especialmente movimentos de custos de terrenos e insumos e de patamares de preços. Exemplo são as situações em que se instala uma concorrência no mercado competitivo (o cluster onde está localizado o empreendimento) que acaba por derrubar preços na vizinhança por provocação de empreendedor(es), que vislumbra(m) resultados sob critérios mais modestos que os da empresa, mesmo que fiquem vulneráveis. Ou ainda o exemplo de situações em que preços são derrubados para além do cluster do mercado competitivo, como ocorreu nos ciclos de distratos vividos há alguns anos, que derrubam a rentabilidade do mercado, porque o reflexo de reduções de preços se espalha. Ou seja, nada mais razoável do que submeter o perfil histórico de curto prazo extraído do regime de operação da empresa (neste exemplo espelhado pelo protótipo) a cenários estressados, com custos para cima e preços para baixo, para entender o intervalo da sua capacidade de geração de riqueza para os acionistas diante do stress - ou seja medir o “valor justo sob risco” e a resposta estará em intervalo, por questões da técnica de análise⁶.

3.2. Usando quatro giros de protótipos em sequência, o que resulta em um ciclo de valuation de 158 meses, e considerando uma taxa de atratividade de 10,63% anual equivalente, acima do Ipca e depois de impostos (múltiplo 2,20 da taxa implícita dos títulos Tesouro Ipca 2035, também depois de impostos), resulta um valor para a companhia no intervalo | 47,06 - 49,27 |, para um PL de partida de 24,73, cuja variação entre os extremos é de 4,7%. A média desse intervalo é 7,9% menor do que o valor arbitrado levando em conta regime de operação sem qualquer variação de comportamento (otimista sem fundamento).

Como ilustramos no quadro 2, o valor da ação da companhia estaria no intervalo de | 1,90 - 1,99 | para o valor patrimonial de 1,00. No quadro 2 mostramos também o valor da companhia em múltiplo do Ebitda, referência muito utilizada no mercado de capitais para julgar valor adequado de ações. Esse múltiplo representaria o *payback* do investimento no preço de ação igual à valuation, mas é uma imagem falsa, porque o *payback* efetivo é mais longo. O múltiplo padece do vício de que o fluxo de resultado não é aquele a curva de apropriação pelo critério *poc*, como mostramos no gráfico 1.

⁶ Não vamos tratar da técnica de análise nesta Carta.

quadro 2 valor da companhia

indicadores de valor da companhia		
valores em moeda da base pelo Ijca números índice		
	cenário referencial, espelho da operação da companhia	cenários estressados
investimento = PL de partida	24,73	
indicadores associados a 4 giros, terminando no mês 158		
valuation à taxa de 10,63% , anual, equivalente, acima do Ijca e depois de impostos		
10,63% , anual, corresponde ao múltiplo de 2,20 da taxa Tesouro Ijca-2035		
valor do fluxo de resultado gerado nos giros	31,67	
valor do caixa no final dos giros	6,78	
valor da companhia	52,28	47,06 - 49,27
valor da companhia em múltiplo do Ebitda médio anual	11,18	10,07 - 10,54
valor da ação = valor da companhia / PL de partida	2,11	1,90 - 1,99

3.3. Vamos percorrer algumas vertentes no traçado de cenários ufanistas que inflam o valor da companhia, permitindo que, sob pressão de mercado, acionistas controladores aceitem descontos, que aparentam ilógicos, quando, objetivamente, o que está enviesado é o preço de oferta, em razão das arbitragens de comportamento utilizadas, seja da companhia como do ambiente da economia e dos mercados.

Vejamos os quadros 3 e 4, nos quais mostramos o efeito de arbitrar: (i) preços que sobem acima dos custos e (ii) empresa que ganha produtividade ao longo dos giros, aumentando a geração de resultado para a mesma receita de vendas.

(i) No quadro 3, o valor da companhia, está em intervalo 14% acima do encontrado no quadro 2;

(ii) No quadro 4, esse valor cresce 8,1%

No quadro 5 está o valor da companhia 23,9% maior do que o valor justo, quando combinamos os dois efeitos.

Essas fronteiras adotadas são muito moderadas relativamente ao que se vê o mercado praticar nos mecanismos de valuation de ações de companhias. Há vários outros

mecanismos de desenhar cenários ufanistas, mais agressivos do que os exemplos desta Carta.

quadros 3, 4 e 5 ilustrando o impacto de cenários ufanistas na arbitragem de valor de empresas de real estate

indicadores de valor da companhia					
valores em moeda da base pelo Ipeca números índice					
quadro 3	para a economia (cenário moderado) ipca a 3,5% incc a 3,5% ipeços a 3,5%		para a economia (cenário ufanista) ipca a 3,5% incc a 3,5% ipeços a 6,0%		
	cenário espelho da operação da companhia nesta conformação	cenários estressados custos e receita	cenário espelho da operação da companhia nesta conformação	cenários estressados custos e receita	
investimento = PL de partida	24,73		24,73		
valor da companhia (VC)	52,28	47,00 - 49,10	58,76	53,86 - 55,91	
			+ 12,39%	+ 14,2% pela média dos intervalos	
valor da companhia em múltiplo do Ebitda médio anual VC-em múltiplo	11,18	10,05 - 10,50	12,57	11,52 - 11,96	
valor da ação = valor da companhia / PL de partida	2,11	1,90 - 1,99	2,38	2,18 - 2,26	
quadro 4	para a produtividade (cenário ufanista) geração de resultado nos 4 giros, com fatores de incremento 1,05 - 1,10 - 1,15 - 1,20		quadro 5	para a economia cenário ufanista e para a produtividade cenário ufanista	
	cenário espelho da operação da companhia nesta conformação	cenários estressados custos e receita		cenário espelho da operação da companhia nesta conformação	cenários estressados custos e receita
valor da companhia VC	56,83	50,97 - 53,19	64,05	58,72 - 60,62	
	+ 8,70%	+ 8,4% pela média dos intervalos	+ 22,51%	+ 24,2% pela média dos intervalos	
VC em múltiplo	12,16	10,90 - 11,38	13,70	12,56 - 12,97	
valor da ação	2,30	2,06 - 2,15	2,59	2,37 - 2,45	

3.4. Nestes cálculos ainda preservamos a identificação dos fluxos financeiros para arbitrar os valores. Se adotássemos a apropriação na curva *poc*, que seria o procedimento de um analista que não usa o protótipo, mas os balanços da companhia, o valor arbitrado, mesmo sem os traços forçados dos quadros 3,4 e 5, já apresentaria desvio expressivo. Nos padrões deste protótipo, o valor arbitrado seria **15% maior** quando se usa a curva de apropriação de resultado, em vez de a curva de registro do resultado no fluxo financeiros da companhia (o empreendimento protótipo).

Conclusão: “o mercado de capitais não aprende”.