



ESPECULAÇÃO, PÂNICO E A BUSCA DE ANTÍDOTO

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Publicaremos duas cartas nesse trimestre, esta utilizando o que se percebeu no cenário de um ciclo crítico da economia e do setor (final de agosto até 15 de outubro) e a seguinte, mais ao final do ano, para fazer uma leitura das reações à crise acontecidas nos 60 dias de 16 de outubro até meados de dezembro, como resultado das ações dos agentes econômicos e dos governos das economias de primeira grandeza.

Esse primeiro período está marcado pela soma dos medos, que, de positivo, serve para incitar à reflexão sobre os exageros de comportamento de agentes de mercado no anticiclo, o de exploração da soma das fantasias.

Especulação rotula uma ação de guardar estoque de um ativo, arbitrando que os seus preços deverão subir adiante. Pode-se especular com terras, insumos, commodities ou moedas, diretamente, ou usando derivativos. O agente especulador ganha sob alto risco, ou perde.

Especulação pode também rotular uma ação de se aproveitar de conjuntura, ou de incensar artificialmente a conjuntura, promovendo a criação de valor ou preços sem sustentação, mas que podem ser praticados em ciclos muito curtos, emulados pela soma das fantasias. O agente especulador ganha.

2. Os IPOs do setor foram pautados por valores muito além do razoável, como insistimos em alertar em artigos, palestras e em mais de uma das nossas cartas.

Lendo a evolução do índice IRE (índice de preços das ações das empresas de real estate publicado pelo NRE-POLI e encontrado em www.realestate.br) verifica-se que depois ter caído no último trimestre de 2007, recuperou-se em parte de janeiro até maio de 2008 e daí vem em queda acentuada até a segunda semana de outubro.

O NRE mede a variação absoluta do IRE e também os seus movimentos descontando o andamento do IBovespa, estes para auxiliar a leitura do componente do comportamento das ações do setor função dos seus próprios atributos. O IRE descontado o IBovespa vem em queda. Ou seja, as ações do setor caem mais do que o mercado, o que poderia significar um paradoxo, tendo em vista que o setor, por se



concentrar em produtos de investimento conservador e não trabalhar com margens especulativas, deveria ser lido pelos investidores como mais protegido ao desequilíbrio verificado na economia mundial.

3. Um analista tenderia a considerar que o IRE, descontado o IBovespa, deveria crescer e não cair, mas não é o que se verifica. A situação se explica por dois vetores: i. os preços dos IPOs só teriam sustentabilidade se os mercados apresentassem crescimento exuberante e consistente por um ciclo longo, o que manteria uma expectativa de ganhos futuros numa curva crescente, possível desde que as empresas aumentassem sua alavancagem e ii. a leitura da qualidade das empresas tem sido feita por meios impróprios, precificando-se as ações pela sua capacidade virtual de produção, com a utilização de indicadores inadequados, e não pela sua capacidade explícita de fazer resultado, que é o que interessa ao acionista.

4. As empresas vêm declarando metas operacionais mais modestas do que o prometido nos prospectos, por incapacidade de conduzir um sistema de desenvolvimento de negócios na escala declarada e por não encontrar credibilidade e crédito para alavancar seus negócios. Diante desse quadro, analistas mudam o viés de avaliação das empresas, alternando parâmetros de julgamento, para justificar a baixa aguda nos “preços alvo” divulgados, num circuito inconsistente, que acentua o descrédito, ora generalizado contra o setor, mas que, de resto, era o resultado esperado da reversão da exuberância irracional que orientou a imposição dos preços nos IPOs.

Alguns valores para as 3 Large Cap (LC) que estão no IBovespa e uma amostra de 10 Small Cap (SC). A média dos preços de cada R\$ 1,00 do patrimônio líquido (PL) das empresas LC estava cotada, em 30 de setembro a R\$ 1,73, em 10 de outubro, no auge da crise, a R\$ 1,08, em 13 de outubro, no rescaldo da semana crítica anterior, a R\$ 1,22 e em 15 de outubro baixara para R\$ 1,10. Na amostra de 10 SC tínhamos, respectivamente, R\$ 1,07, R\$ 0,63, R\$ 0,75 e R\$ 0,71. Esses valores médios, múltiplos em que alguns se apóiam para julgar valor, foram de R\$ 3,75 e R\$ 2,21 seguindo os valores praticados nos IPOs. Essas cotações abaixo do valor patrimonial representam uma penalização no pólo oposto da exuberância dos preços dos IPOs, porque a maior contrapartida do PL de empresas de real estate está em ativos reais (os empreendimentos, ou os imóveis), cujos preços têm se mantido estáveis ou até crescentes nesse período. A LC de pior desempenho na Bovespa estava cotada em 15 de outubro a 42% do seu valor patrimonial e a SC desta amostra, também de pior desempenho na Bovespa, valia 24% do seu valor patrimonial.

5. As empresas mudaram sensivelmente as suas escalas, o que já foi objeto de análise em cartas anteriores. A condução do seu planejamento estratégico e das



questões operacionais aparenta ainda se sustentar em estruturas frágeis para as necessidades dessa escala nunca antes vivida por elas. Entretanto, para analisar como estão as empresas nesse sentido, o novo quadro ainda não pode ser percebido por inteiro, tendo em vista os prazos em que as diferentes ações ocorrem nos negócios do real estate, mais longos do que o intervalo decorrido desde os IPOs das companhias. O investimento nas ações das companhias de real estate é de longo prazo, porque o ciclo de maturação dos negócios é longo (3 a 4 anos). A esse prazo se deve somar os de busca e contratação dos novos negócios para aplicar os recursos internados, o período de implantação da nova estrutura de gestão e dos sistemas de gerenciamento, com o natural impacto dos ajustes, para só então vislumbrar uma operação em regime. O cenário utilizado nas precificações tem sido o de admitir um comportamento em regime, sem adotar a segurança de marcar o prazo longo de ajuste e amadurecimento até o novo regime. Para os IPOs, cenário com comportamento em regime e desempenho crescente e, agora, para derrubar os preços alvo, cenário com comportamento abatido, numa leitura de desempenho de curto prazo que não serve como amostra para médio e longo, mas que é arbitrado em regime.

6. A conjuntura já vem recomendando prudência às empresas desde o segundo semestre de 2007. Era de se esperar por um ciclo recessivo, iniciando em 2008, repercutindo em empregos e salários, o que reduz a demanda por residências. Era de se esperar que a competição nos diferentes segmentos de mercado, se levada aos extremos da capacidade de investimento das empresas, via os IPOs e os guidance exóticos traçados para os lançamentos, provocaria a formação de estoques, que é sorvedor de lucros nos negócios imobiliários.

Quando algumas empresas, já tarde, pressionadas por falta de caixa, ou vislumbrando um cenário de comportamento possível muito distante do suporte do seu IPO, anunciaram que baixariam as metas de lançamentos, a reação dos analistas deveria ter sido positiva. É correto mitigar os riscos da formação de estoques e da falta de crédito para produção, além de mitigar o risco de produzir para ter prejuízo, tendo em vista que não está clara qual é extensão do ciclo recessivo, nem quando o sistema voltará a operar com custo adequado dos financiamentos. Admitindo-se que mundialmente se instrumentem planos e medidas, cujo reflexo para a economia brasileira seja desconstrair o crédito, incentivando a produção e a geração de empregos e renda, além de afastar especuladores do mercado de capitais, a recessão será menos acentuada e o setor poderá produzir com foco no seu horizonte de 3 a 4 anos de complementação dos empreendimentos, quando a economia já deverá apresentar um estado mais equilibrado.



7. Mas os analistas reagiram furiosamente contra as empresas do setor. O mesmo roteiro usado para superavaliar serve para subavaliar. O tema do dark side of valuation volta à discussão com sentido invertido.

São fartos os exemplos para ilustrar o engodo em que mergulharam empresários com histórias de sucesso, que passaram a usar a novilíngua do setor, abraçando as premissas que a muitos apaixonaram nos últimos dois anos. Nesse período, princípios de planejamento consolidados foram abandonados, em troca das novidades que só serviram para os propósitos de agentes na colocação das ações no mercado.

Aparentemente, agora se percebe que estas novidades não podem servir de suporte de planejamento estratégico e de gestão. Os empresários mais argutos saem à busca de conhecimento adequado de planejamento estratégico, sistemas e procedimentos de gestão, para produzir na escala em que se encontram, porque a eles, e não aos analistas, cabe alcançar desempenho para colocar valor nas suas empresas e nas suas ações.

Para os investidores com carteiras aplicadas a preços irrealistas para os resultados que as empresas são capazes de fazer, resta realizar prejuízo, ou manter os títulos por alguns anos, porque o crescimento orgânico daquelas empresas que são gerenciadas sob fundamentos sólidos as fará, adiante, fortes o suficiente para valerem preços mais coerentes, quem sabe os dos lançamentos.

8. Falemos de alguns termos da novilíngua e do seu uso.

- Landbank e VGV. No IPO, para fazer as empresas maiores do que eram e aí valorizar as ações acima do razoável, a âncora foi ler a sua qualidade pelo landbank e o conseqüente VGV internado. Esse modelo de alavancagem de escala permitiu que, pela média, empresas acordassem da data da liquidação das subscrições oito vezes maiores do que no dia anterior, quando lidas pela sua capacidade de investimento.

Tomando financiamentos vinculados à liquidação da colocação das ações e aplicando os recursos em terrenos, com quanto mais de permuta melhor, porque aqui aparece um efeito multiplicador auxiliar, faz-se um portfólio de terrenos (o landbank), que deverá se transformar num portfólio de empreendimentos. Aumentando o landbank com a utilização das captações nos IPOs e fazendo a leitura do portfólio de empreendimentos pelo seu potencial de geração de receita (número de unidades multiplicado pelo preço de venda médio esperado) mostra-se o VGV (volume de vendas) internado. Fazendo uma leitura paramétrica de quanto Ebitda gera cada Real de VGV, histórico da empresa ou por arbitragem de protótipos de mercado, transforma-se VGV em resultado operacional. Fazendo outra leitura paramétrica ou



arbitrando uma margem de resultado líquido, saímos do Ebitda para o resultado disponível para o acionista. Deflacionando um fluxo de resultados futuros assim calculados, a uma taxa de atratividade conveniente, se calcula um valor de ação. Nada de discutir procedimento técnico, lógica ou riscos, porque não convém.

Não há defesa para esse procedimento. VGV não é receita, mas somente potencial de vendas. A receita só acontece se houver mercado para o produto. Da compra do terreno até o lançamento do empreendimento a mercado decorre pelo menos um ano, isso sem tratar dos terrenos que foram internados nos landbank para fazer metas para o futuro. Quando o empreendimento encontra seu mercado competitivo, o produto é aquele da compra do terreno no afogadilho do ciclo do IPO? O empreendimento, cujo VGV fez parte da valuation da empresa, pode não caber no mercado como produto ou como volume de oferta. Isso vem ocorrendo com a maioria das empresas.

Alguns analistas deram como referencial de qualidade de empresas a existência de um landbank para cumprir metas de vários anos. Aparentemente, ora se percebe que isso tende a ser um ônus, tendo em vista que o terreno passivo no portfolio da empresa, além de produzir custos, pode girar à taxa de retorno zero, e, em algumas situações, sem se valorizar nem ao menos para cobrir a inflação no ciclo de esterilização.

Para o investidor na ação o que interessa é o resultado. Receita potencial não interessa, porque nada garante que vai ocorrer e que cada unidade de receita, se ocorrer, levará consigo uma unidade homogênea de resultado. Certamente, VGV não significa nada, porque é potencial, ou até ônus. Empreendimentos lançados, cujos estoques não escoam por falta de demanda, provocam ônus ainda maior.

Analistas e investidores, quando precificam as ações de uma montadora de automóveis cada vez mais para baixo, lêem a capacidade de produção do seu parque industrial (VGV), ou os resultados apresentados? Se uma montadora alegar que tem aço comprado e estocado (steelbank) para produzir automóveis pelos próximos 5 anos, o preço da sua ação sobe ou cai?

- Ebitda por margem paramétrica. Para superavaliar, se usou Margem Ebitda (resultado operacional/vendas=**ME**) estável ou crescente na maioria dos casos. Para subavaliar, agora se usa a ME muito menor, que vem ocorrendo pelos ajustes de escala, e estável.

O setor do real estate e o mercado de capitais têm amor indisfarçável por múltiplos. Múltiplo é conveniente para benchmark, mas totalmente inadequado para planejamento e se torna um perigo quando usado em valuation. Numa



aplicação seqüencial de múltiplos e parâmetros, se vai do VGV ao valor da ação. Para alguns analistas, o multiplicador do Ebitda se traduz num fundamento de valuation, para susto dos acadêmicos. Qual nota o Prof. Damodaran ou o Prof. Krugman, agora Prêmio Nobel e que há anos verbera contra a precificação especulativa dos ativos, dariam a essas construções de preços fundadas em múltiplos? Essa conta em regra de três é perversa, porque catapulta preços ou os reduz, à conveniência do que precisa ser provado, ou criado.

No ciclo dos IPOs, o cenário de mercado era de expectativas de demanda crescente. Essa demanda poderia ser suportada por uma oferta agressiva, com muitas empresas capitalizadas, crédito imobiliário para produção em grande monta e crédito para aquisição com juros para baixo e prazos para cima. Essa conjunção faz do País um canteiro de obras. Se ainda se considerar o mercado não atendido de renda média baixa e o PAC, mais expansão de produção pela frente. Para precificar, ME para cima, ou seja, mais lucro embarcado nos preços.

Entretanto, sob estas premissas e considerada a nova escala, as exigências de controle e o maior conservadorismo das decisões de empreender, a tendência é de que a ME seja para baixo, nem homogênea, nem muito menos crescente. Há outro fator conjuntural de compressão da margem: a demanda de insumos tem feito os custos de construção crescerem acima dos índices de custo de vida, que, de alguma forma, balizam o crescimento das rendas e autorizam o ajuste dos preços, sem que os produtos percam liquidez.

- Equações de Fundos. O viés de fazer a leitura da qualidade de empresa pelo seu VGV internado carrega outra imperfeição, que é admitir que ela sempre terá acesso a recursos para produzir os empreendimentos a custos adequados. A questão financeira é privilegiada relativamente à econômica - não se faz resultado sem completar a produção.

Sem contar com o investimento no terreno, nos produtos para classe média, pode-se estruturar o funding da produção com receita de vendas (~20%), financiamento à produção (~60%) e investimento (~20%). Não se faz empresa de real estate investindo somente no terreno e financiando todo o restante dos recursos exigidos para produzir, seja com crédito ou vendas. Forçadas pela competitividade agressiva, as empresas terão um fluxo de vendas mais lento, ou menos receitas durante a produção, por facilitar o pagamento do preço, o que recrudesce a necessidade de investimentos para equacionar o funding. Empresas capitalizadas via IPO, que internaram recursos em terrenos para longo prazo, têm capital de giro insuficiente para completar o funding dos negócios. Taxa de juros alta para financiar capital de giro consome margem de resultado acima do previsto, margem que já foi pressionada



pelos custos que crescem acima dos preços.

A decisão de tomar menos recursos a juros caros e produzir menos é adequada, tendo em vista o estreitamento agressivo das margens, mas violenta o guidance de VGV (meta de lançamentos) do IPO e estica o horizonte no qual o investidor pode perceber sua ação voltando ao patamar do valor investido.

A empresa, diante desse cenário, poderia comprimir mais ainda suas margens, para aumentar o volume de resultado. Sobem riscos, além do que podem recomendar princípios de planejamento estratégico e de governança adequados a uma companhia de capital aberto.

9. Há uma questão, cujo impacto só vai ser percebido lá por 2010: os negócios montados em parcerias pelas grandes companhias, como forma de crescer o seu VGV mais rapidamente, além de pretensamente diversificar riscos, fugindo das disputas no mercado de São Paulo, onde a maioria tem origem e atuava.

As companhias investem e, ao mesmo tempo, financiam seus parceiros na demanda de investimento dos empreendimentos a juros muito menores do que a taxa de retorno alvo dos empreendimentos. Assim, nesses negócios farão menos resultado do que o esperado para o volume de capital envolvido, porque parte dele vai ser devolvido a CDI ou um pouco mais do que isso. Acrescente-se a divisão desproporcional de resultados e riscos em detrimento das grandes companhias, porque a devolução dos recursos financiados só acontecerá se o sucesso do empreendimento for inequívoco. Qualquer perda, ou resultado muito baixo, na parte do parceiro vai ser objeto de reivindicação adiante.

Como esse tema, que é devorador de Ebitda, a gestão à distância, para aqueles que se espalharam pelo Brasil, também é uma questão de riscos.

Há muito sobre o que refletir para conduzir o setor para fora desta enrascada, sendo o primeiro passo voltar aos princípios de planejamento que enxergam o setor pela sua lógica particular, não por aproximação dos setores de produção seriada.

Não há novidade a contar. Antídotos válidos contra o pânico que, necessariamente, sucede um grau de especulação na intensidade que se viu ocorrer, são os capazes de devolver a confiança ao investidor. Silêncio obsequioso ou meia informação, que fazem a opção pela via do esquecimento, não servem. Para fora da empresa, interlocutores com o mercado cuja confiabilidade seja inabalável. Para dentro, atores de gestão com postura inovadora, nas rotinas de decisão e métodos de gerenciamento, operação e controle, focados nas finanças e na geração de resultado, fazem o diferencial necessário. A questão não é de marketing pela promoção, mas pela credibilidade.