VIII Seminário Internacional da LARES
Mercados emergentes de Real Estate: novos desafios e oportunidades

03, 04 e 05 de Setembro de 2008
São Paulo - SP - Brasil

VALUATION AND INVESTMENT IN STOCKS OF BRAZILIAN REAL ESTATE COMPANIES: CONTEXT OF INTENSIVE CAPTALIZATION CICLE (2005-2007)

VALUATION E INVESTIMENTO NAS AÇÕES DAS EMPRESAS DE REAL ESTATE NO BRASIL: CENÁRIO DO CICLO DE CAPTAÇÃO INTENSIVA 2005-2007

(versão revisada)

João da Rocha Lima Jr[1] e Carolina Andrea Garisto Gregório[2]

[1] Escola Politécnica da USP - Núcleo de Real Estate, Av. Prof. Almeida Prado - Trav. 2, 83 - São Paulo, Brasil - rocha.lima@poli.usp.br
[2] Escola Politécnica da USP - Núcleo de Real Estate – carolina.gregorio@poli.usp.br

Palavras-chave: taxa de retorno, valuation, risco do investimento, real estate residencial, IPO.

ABSTRACT

Between September/2005 and October/2007, representative companies of Brazilian residential real estate market had adopted the strategy to increase their investment capacity by initial public offer (IPO). The context was favorable for residential real estate production to middle class because of two main factors: first, regarding to better conditions of financing to purchase residential properties promoted by the Brazilian finance system restructure from 2005, and, second, regarding to certainty demand in this market (middle class), considering that the majority of companies had focused on upper class market in order to guarantee the sales resources in the production phase. In this way, to attend the middle-class demand, it was necessary to enhance the investment capacity of the real estate companies. These factors, associated to the good expectations on Brazilian economy scenario as well as the global economy, encouraged the representative companies of Brazilian residential real estate market to increase their investment capacity by IPO, in a short time. The focus of this article is to analyze the quality of the investment in stocks of these Real Estate companies (15 offers were taking into account in the analysis). In order to identify in which expectations these companies supported their decisions to enter in Bovespa with the occurred prices and amounts, were also analyzed the offers correlations against BOVESPA Index (market index). Based on the results, it is possible to conclude that these offers were not supported by validated procedures of pricing, representing just speculative offers.

RESUMO

No ciclo de set/2005 a out/2007 empresas representativas do mercado brasileiro de real estate residencial adotaram a estratégia de captar recursos via mercado de capitais. O contexto se mostrava favorável para produção de imóveis destinados a classe média, por dois principais fatores, primeiro, em razão das melhores condições de financiamentos para a compra de imóveis decorrente da reestruturação do sistema

financeiro habitacional brasileiro a partir de 2005, e, segundo, por ser um segmento de mercado com demanda não atendida, já que boa parte das empresas focava para a produção de imóveis para a classe média alta e alta em razão da maior poupança dos compradores, que facilitava o encaixe de preço no ciclo de implantação e reduzia a necessidade de investimento por parte das empresas. Nesse sentido, para atender a demanda da classe média restava às empresas aumentarem sua capacidade de investimento para produção. A estratégia de capitalização via mercado de capitais, por meios das IPOs, foi adotada pelas empresas mais representativas, em curto intervalo de tempo. O foco do artigo consiste na análise da qualidade de investimento nas ações dessas empresas (fazem parte da análise 15 ofertas). Na finalidade de identificar em quais expectativas as empresas se apoiaram para entrarem na Bovespa nos períodos, volumes e preços ocorridos, foram analisadas as correlações dessas ofertas com o índice de mercado (IBOVESPA). A partir dos resultados obtidos, por meio do método de valuation mais conhecido e fundamentado, é possível concluir que a colocação das ofertas não foi sustentada em procedimentos validados de precificação, configurando ofertas meramente especulativas.

1. INTRODUÇÃO

As empresas empreendedoras de real estate residencial até 2005 operavam em um mercado desestruturado e pouco eficiente. Alguns entraves impossibilitavam as empresas de sistematizar um regime operacional para a produção de empreendimentos voltados às classes médias, em decorrência da falta de um sistema de financiamento adequado para a comercialização dos imóveis, bem como pela ausência de mecanismos de captação de recursos de terceiros para alavancagem das empresas na produção dos empreendimentos.

Nesse contexto, as empresas retardavam o ciclo de produção para maior encaixe do preço durante a implantação, adequando-se à capacidade de pagar dos compradores. Com isso, os custos de produção aumentavam e a produtividade reduzia, sem, contudo, se alterarem os preços, o que levava a perda de margem operacional, queda das taxas de retorno e perda de atratividade do setor. Ao final da implantação, com os imóveis prontos, as empresas ficavam com a carteira de recebíveis dos compradores referente ao restante do preço, retardando o payback dos investimentos e dificultado a atuação em regime operacional.

O foco das empresas era, portanto, o segmento da classe alta, já que com maior poupança dos compradores, maior era o encaixe do preço durante a produção, reduzindo a necessidade de investimento. Esse sistema denota operar no limite do risco, porém a melhores taxas de retorno.

A partir de 2005, o sistema financeiro habitacional brasileiro se reorganizou na oferta de financiamento para compra da habitação, removendo um dos obstáculos à ordenação do setor. Para tanto, restava adequar a capacidade de investimento das empresas para atender a demanda reprimida do segmento da classe média, uma vez que a contribuição dos recursos de venda durante a implantação, para esse segmento, é moderada.

O momento do ciclo da economia mundial, com alta liquidez e taxas de atratividade menores nas economias mais evoluídas, favoreceu a atratividade de investimento no mercado brasileiro, que não só apresenta taxas mais elevadas, mas também, estava ganhando a condição investment grade (conquistada por duas agências de *rating* no primeiro semestre de 2008). Esse cenário atraiu os investidores por oportunidades de negócio no mercado brasileiro, estimulando as empresas a ingressarem na Bovespa. De setembro de 2005 a outubro de 2007, ciclo de maior captação de recursos das empresas de real estate residencial via IPO, foram capitalizados mais de R$ 8 bilhões para as empresas (em ofertas primárias) e cerca de R$ 3 bilhões para acionistas controladores (em ofertas secundárias), destacando a participação de investidores estrangeiros que aportaram mais de 75% desse volume.

O presente artigo tem como propósito identificar: [i] em quais expectativas os investidores se apoiaram para investirem nas ações das empresas do mercado de real estate residencial brasileiro; [ii] quanto especulativo foram as ofertas aos preços praticados, e [iii] se há

sustentabilidade dos investimentos nas ações, ou seja, manutenção do padrão de retorno esperado. Para tanto, a partir das informações disponibilizadas nos prospectos definitivos de distribuição pública, das 15 ofertas analisadas, foram extraídos os parâmetros de cálculo usados para fazer uma leitura da qualidade do investimento nas ações dessas empresas.
Próximo a investigação deste artigo encontra-se algumas publicações internacionais, pode-se citar: LIM, MCGREAL e WEBB (2006); BUTTIMER, HYLAND e SANDERS (2005); DIMOVSKI e BROOKS (2006); CHAN, STOHS e WANG (2001); BROUNEN e EICHHOLTZ (2002); NEWELL e KAMINENI (2007) e LIOW (2003).
As rotinas de valuation utilizadas nas análises fundamentam-se em procedimentos difundidos e validados, contemplados em DAMODARAN (2001) e ROCHA LIMA (2006).

2. ESTRUTURA CONCEITUAL E MÉTODO DE ANÁLISE

A estrutura usada para as análises e esclarecimento das questões mencionadas segue uma lógica pragmática e objetiva, que se faz a partir das informações disponíveis a qualquer investidor interessado em submeter as ações das empresas brasileiras de real estate residencial em um processo de valuation, seguindo uma rotina com três principais etapas: [i] desenho de cenários de comportamento fundamentados em planos estratégicos, quando evidenciados, e, na ausência, em padrões de comportamento desenhados a partir de desempenhos históricos; [ii] imposição de uma taxa de atratividade que se evidencia como prevalente para o tipo de investimento em análise; [iii] procedimento de precificação, conforme métodos difundidos e validados, acrescentando as análises de risco para fazer a leitura da qualidade do investimento, que leva o preço para uma faixa de valores em função das distorções dos parâmetros de comportamentos desenhados para o cenário referencial, identificando, assim, posições mais agressivas e mais conservadoras para o investimento a depender do perfil de cada investidor.

2.1. Coleta de Dados

Para desenho dos cenários de comportamento foram extraídas informações disponíveis nos prospectos. Como nos prospectos pouco se encontra sobre os planos estratégicos das empresas após as entradas dos recursos capitalizados nas IPO, são necessárias algumas premissas para desenho dos cenários de comportamento.
Os parâmetros de cálculo utilizados no procedimento de valuation foram identificados utilizando os padrões de comportamento mais próximos das datas das ofertas, para os quais se consideram as seguintes premissas: [i] a capacidade de geração de resultados das empresas é estável adiante, na proporção do capital de giro ativado; [ii] os volumes de recursos livres de cada operação resultam do total de recursos captados extraídos todos os custos da operação; [iii] replicam-se os parâmetros geradores de Ebitda, ou seja, as empresas são capazes de manter seus padrões operacionais sem perdas, o mercado está estabilizado, os padrões de alavancagem para a produção são os mesmos e a relação dos preços de venda e custos de produção é estável; [iv] replicam-se os parâmetros de cálculo do RDA (Resultado Disponível aos Acionistas), ou seja, a relação de recursos de terceiros no funding para a produção se mantém na estratégia operacional, os custos dos financiamentos para a produção e comercialização são mantidos, e a relação entre as contas gerais da administração e o volume de produção é a mesma.
Destaca-se que a maioria das empresas multiplicaram, e muito, sua capacidade de investimento, que se traduz em uma nova escola operacional. Desta forma, a projeção a diante da capacidade de gerar resultados na proporção do novo capital de giro ativado é uma hipótese vaga. Porém, o ganho de eficiência em função da nova escala operacional depende mais de fatores gerenciais e estratégicos das empresas do que no simples fato de se ter aumentado a capacidade de

investimento e de existir o mercado. Além disso, a própria mudança de estratégia das empresas, seja em outros segmentos de renda, seja pela dispersão geográfica, requerem sistemas de gestão e planos estratégicos muito bem delineados, visto que nessas condições se alteram o sistema decisório e de imersão ao risco das empresas. Para se fazer melhor análise, os prospectos deveriam informar em mais detalhes os novos planos de negócio na nova dimensão de escala operacional.

Nesse contexto, as premissas adotadas para desenho dos cenários, sem inclusão de quaisquer condicionantes, têm como propósito não arbitrar novos parâmetros de comportamento nas empresas, uma vez que não teriam qualquer sustentação, só seriam meramente arbitragens.

Para tanto, o procedimento utilizado nas análises se valida quando são desenhados cenários estressados a partir da perturbação dos parâmetros de cálculo (preços e custos) que interferem na capacidade de gerar resultados e, assim, reconhecer como os indicadores da qualidade do investimento se sustentam frente a esses desvios de comportamento. Isso leva a resultados não determinísticos, mas posicionados em uma faixa de valores, que nos permite avaliar a qualidade do investimento nas ações das 15 empresas analisadas aos preços praticados.

No intuito de identificar em quais expectativas os investimentos foram feitos nas ações das empresas de real estate residencial, foram coletados os valores do Ibovespa nesse ciclo de análise, para analisar a existência de correlação entre os movimentos da Bovespa e as colocações das ações ao mercado.

2.2. Metodologia – Análise da Qualidade de Investimento

As rotinas de valuation das 15 ofertas em análise não estão descritas nos prospectos, tampouco qualquer análise de investimento, restando a cada investidor produzir sua valuation a partir das informações disponíveis.

É reconhecido que muitas ofertas têm suporte em valuation por múltiplos, os quais relacionam o preço de uma ação no mercado com o Ebitda esperado ou com o RDA esperado da companhia emissora. No entanto, o uso dos múltiplos como procedimento de valuation é inadequado, em especial, para investimentos nas ações das empresas. Quando um ativo representa certa homogeneidade quanto à geração de resultados, caso da compra de portfolios arrendados ou ações de REITs, é possível o uso dos múltiplos em razão da raiz conservadora do investimento, como forma de simplificar os cálculos e utilizar como medida de benchmarking, para um ambiente econômico equilibrado. Porém, investir nas empresas empreendedoras de real estate, é investir na qualidade da empresa, que implica na leitura: [i] da sua capacidade de empreender produtos com inserção de mercado, [ii] das suas margens operacionais, função da relação preço e custo, e [iii] das suas contas gerais da administração, que devem ser compatíveis ao volume de produção e às margens operacionais praticadas na comercialização dos empreendimentos.

Segundo DAMODARAN (2002) as medidas de múltiplos de Ebitda e de resultados líquidos (RDA) precisam ser utilizadas com cautela, até mesmo somente para fazer comparação (benchmarking) entre empresas de um mesmo segmento. Algumas variáveis importantes à análise dessas medidas, tais como: dividendos distribuídos, expectativa de crescimento de receita em função das estratégias de cada empresa, capital destinado para reinvestimento, entre outras, impactam significativamente nos valores de resultados gerados pela empresa, e, por conseqüência, nos cálculo de precificação por múltiplos.

Mesmo sabendo da ineficiência dos múltiplos, o artigo percorre também essa rotina de cálculo no intuito de diagnosticar se esse procedimento fora adotado nas ofertas analisadas. A partir dos desempenhos históricos calcula-se a capacidade de geração de resultados das empresas, medida pelo RDA, proporcionalmente ao novo capital de giro (replicando-se os parâmetros multiplicadores de RDA das empresas). Na condição de regime operacional, a relação entre o

preço da ação e o RDA esperado traduz o payback virtual do investimento (PVI)[1]. Invertendo-se a expressão, o PVI é o múltiplo de RDA que leva ao preço da ação, segundo a configuração prevalente de mercado.

Agora, indicadores da qualidade de investimento são aqueles capazes de hierarquizar alternativas de investimento, sendo o mais atrativo aquele que apresentar maior expectativa de ganho para um dado risco. Para sustentar a decisão de investimento em qualquer ativo, o indicador da qualidade do investimento (IQI) mais qualificado é a taxa de retorno esperada (TIR). Os parâmetros de cálculo da TIR precisam ser bastante fundamentados, podendo ocorrer expressivas distorções na TIR em função dessas arbitragens. No entanto, mesmo para os casos onde se conhece ao máximo as informações que sustentam as arbitragens dos parâmetros, ainda se tratam de expectativas de ocorrência e não certezas de comportamentos. Por isso, a AQI se consolida apenas junto às análises de risco, que avaliam o impacto nos IQIs em função de distúrbios de comportamento de cenário (variações nos parâmetros esperados).

Os parâmetros utilizados no cálculo da TIR são: [i] horizonte de análise, que deve ser compatível ao perfil do investimento (conservador ou agressivo); [ii] fluxo de geração de resultado do ativo nesse horizonte, conforme um cenário referencial de comportamento fundamentado em informações válidas e precisas, e [iii] valor de saída do investimento, que além de ser de arbitragem complexa, é de maior risco, reduzindo o risco quanto mais tempo o investidor ficar posicionado no ativo.

Para investimento nas ações das empresas de real estate residencial, utiliza-se, para desenho do cenário referencial, as premissas ora apresentadas. Ou seja, na falta de informações nos prospectos, os RDA gerados são desenhados de acordo com o desempenho histórico das 15 empresas nos anos mais recentes.

A TIR para o cenário esperado, somada à análise de risco da sua distorção e a curva da sua formação no horizonte de longo prazo (20 anos), abrange o conjunto de IQIs capazes de sustentar a decisão de investimento em determinado ativo, feito para AQI das empresas da amostra.

3. RESULTADOS

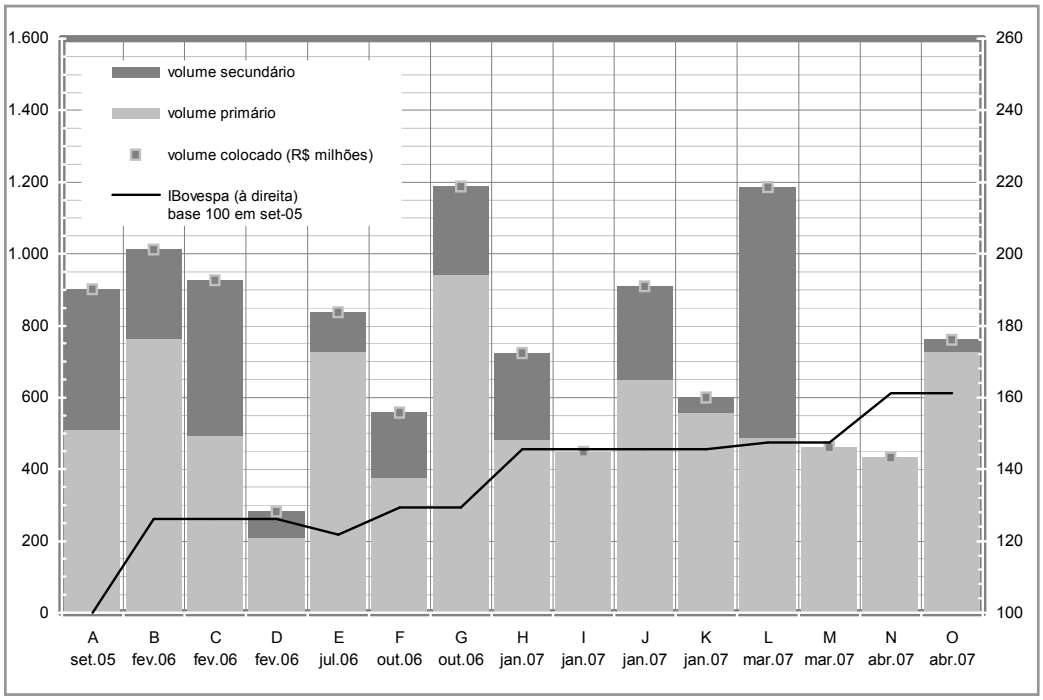
A partir das premissas e rotina de análise apresentadas, extraem-se os resultados que permitem fazer uma leitura da qualidade do investimento nas ações das empresas de real estate residencial aos preços praticados. Os resultados são apresentados em 4 sub-itens, iniciando: [i] pelo volume das ofertas das 15 empresas no ciclo de análise e suas correlações com movimentos de mercado, [ii] apresentação dos preços traduzidos em múltiplos, [iii] indicadores de qualidade (TIR) do investimento nas ações das 15 empresas e, complementando a leitura, [iv] os resultados das análises de risco.

3.1. Volume das Ofertas

O Gráfico 1 demonstra os volumes totais (soma das ofertas primárias e secundárias) colocados no ciclo de análise para as 15 empresas (nomeadas de A a O). No mesmo gráfico identifica-se o movimento do IBOVESPA com base 100 em setembro de 2005 (ocorrência da primeira oferta da amostra). As colocações primárias totalizam R$ 8,42 bilhões e as secundárias R$ 2,96 bilhões, que resultaram no total de R$ 7,93 bilhões para o capital de giro das empresas (já descontados do volume primário os custos com estruturação e colocação informados nos prospectos).

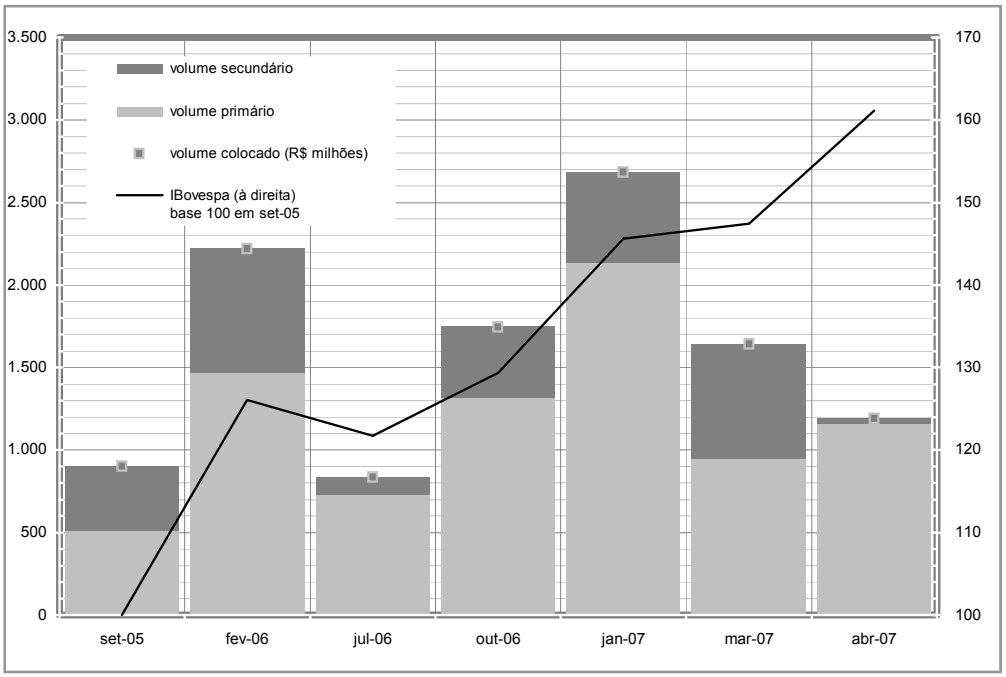
[1] Como parte do RDA não é distribuído como dividendo aos acionistas, mas incorporado no valor da ação, denomina-se como PVI (Payback Virtual do Investimento), pois, caso o investidor não venda a ação, o payback real se retarda em relação ao PVI.

Gráfico 1 - Volumes colocados no ciclo de análise e comportamento do IBOVESPA - painel das ofertas de ações



Aglutinando essas ofertas é possível identificar se houve euforia de investimentos em função da imagem crescente de preços da Bovespa. O gráfico 2 demonstra as ofertas aglutinadas por mês.

Gráfico 2 – Volumes colocados no ciclo de análise e comportamento do Ibovespa – Ofertas Aglutinadas no tempo



A correlação direta entre o Ibovespa e o volume das ofertas poderiam explicar a ocorrência de preços especulativos. O Quadro 1 demonstra, em números índices, o volume das ofertas, uma a uma, e aglutinadas por período (mês), e o índice Ibovespa no ciclo de análise.

Quadro 1 – Volume das Ofertas e Ibovespa em números índices
- com índice 100 para o menor volume (oferta e acumulado mês), e, Ibovespa com índice 100 em set/05

OFERTAS	VOLUME DA OFERTA	ÍNDICE BOVESPA	MÊS DE OFERTA	VOLUME DA OFERTA	ÍNDICE BOVESPA
A	320	**100**	set-05	108	**100**
B	360	126	fev-06	265	126
C	329	126	jul-06	**100**	122
D	**100**	126	out-06	208	129
E	298	122	jan-07	320	146
F	198	129	mar-07	196	147
G	422	129	abr-07	142	161
H	257	146			
I	159	146			
J	323	146			
K	213	146			
L	421	147			
M	163	147			
N	154	161			
O	270	161			
1. Volume da Oferta em número índice: índice 100 no menor volume			1. Volume da Oferta em número índice: índice 100 no menor volume mensal		
2. Índice Bovespa com base 100 em setembro 2005			2. Índice Bovespa com base 100 em setembro 2005		

Analisando as ofertas separadamente, a correlação entre o volume das ofertas e o Ibovespa é baixa (-0,27), agora, quando tratadas em conjunto, evidencia-se um movimento mais harmônico, com correlação de 0,36, podendo justificar a prática de preços acima, nos momentos virtuosos da Bovespa. Extraindo do conjunto os meses de março e abril de 2008, a correlação aumenta para 0,82, consolidando a afirmativa[2].
A hipótese de precificação para cima é, contudo, mostrada pela taxa de retorno esperada em cada investimento, ou, usando indicadores preferidos por alguns estruturadores e analistas, por meio da evolução dos múltiplos de referência dos preços das ofertas.

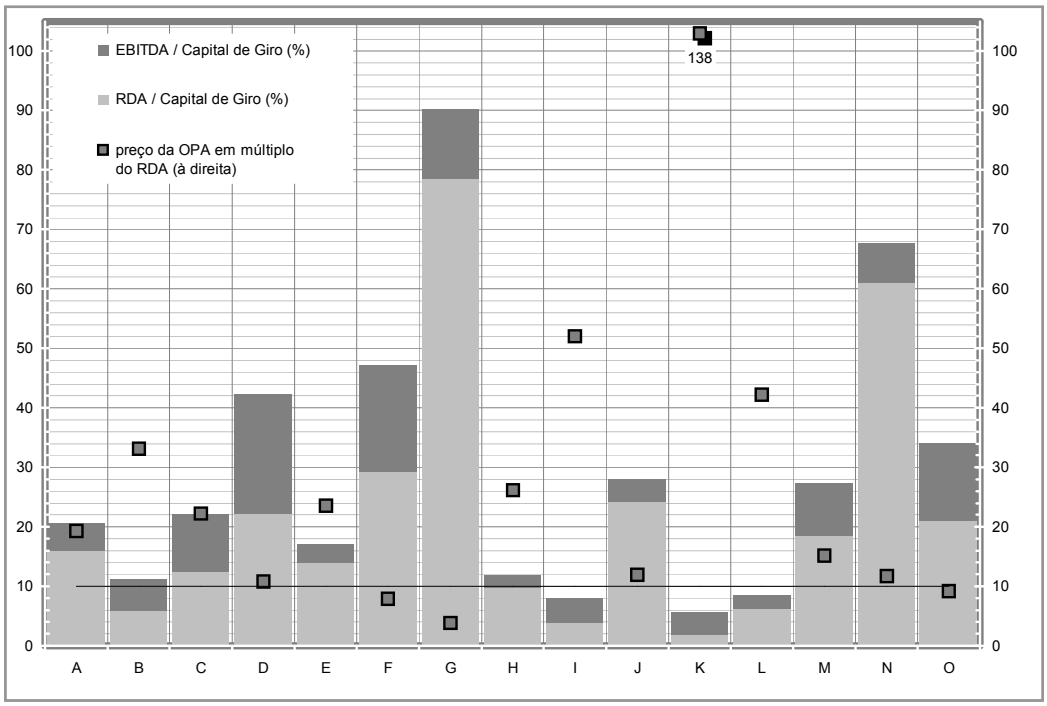
3.2. Preço das Ofertas Traduzido em Múltiplos

Mantidos os parâmetros multiplicadores de Ebitda e RDA de cada uma das 15 empresas, a partir dos desempenhos históricos, analisa-se a eficiência das empresas, calculada pelos RDA e Ebitda gerados, em proporção ao novo volume de capital de giro. O preço das ofertas traduzidos em múltiplos do RDA, bem como a eficiência das empresas estão demonstrados no gráfico 3.
Em tese, empresas com melhor relação de RDA pelo capital de giro, deveriam apresentar melhores preços em múltiplos de RDA. Pelo gráfico 3 verifica-se pontos em oposição. A empresa G, com a maior eficiência da amostra, foi precificada muito barata. Em contrapartida, a empresa K, com pior eficiência da amostra, foi precificada muito cara.
Analisando a correlação entre o coeficiente de eficiência das empresas e os preços em múltiplos do Ebitda e RDA, verifica-se uma correlação de -0,53 e -0,50, respectivamente. Isso significa que nem mesmo o método dos múltiplos, utilizados por muitos estruturadores, foi praticado no procedimento de precificação das ofertas do conjunto, induzindo à conclusão de que as ofertas

[2] Destaca-se que até janeiro de 2007, 74,7% do volume total de recursos já havia sido aportado por investidores. Após janeiro de 2007 as ofertas recuaram, ao contrário do Ibovespa, ocorrência que pode ser justificada pela falta de empresas capazes de ingressar na Bovespa.

tenham sido colocadas em momento de euforia, a preços especulativos. Ou ainda, valendo-se de outros parâmetros de comportamento não apontados aos investidores nos prospectos.
Pode-se concluir ainda pelo gráfico 3, que os preços foram atrativos para PVI longos, uma vez que todas as ofertas do conjunto foram bem sucedidas na colocação das ações e, a partir da amostra das 15 ofertas, ressalta-se apenas 3 com PVI menor do que 10.

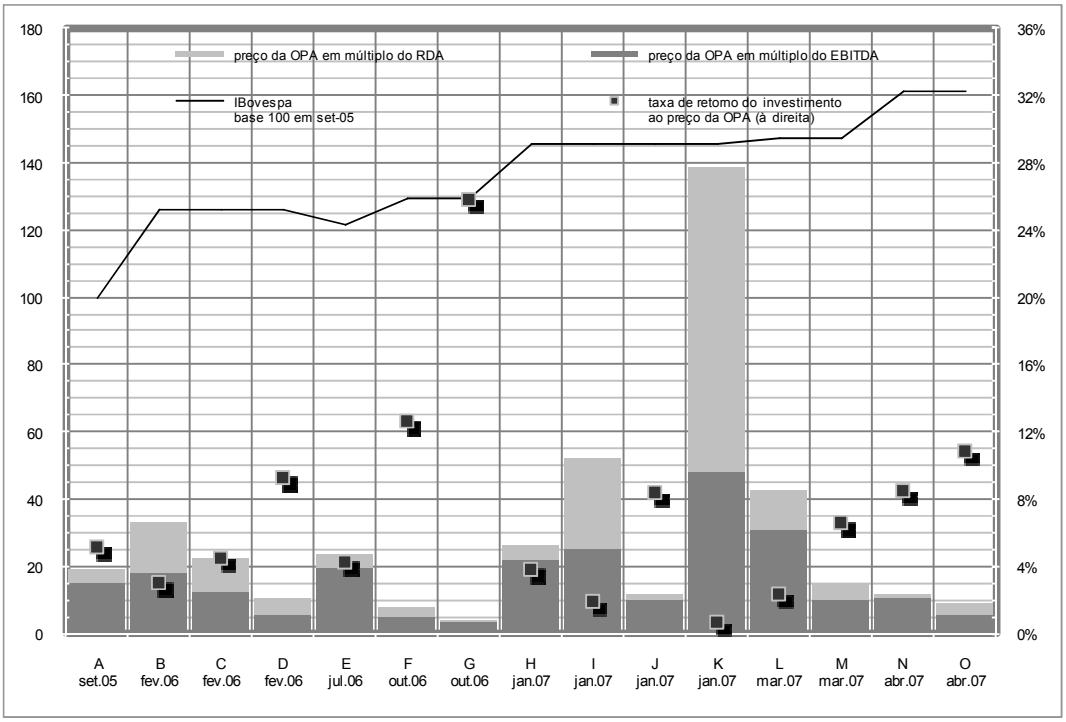
Gráfico 3 – Eficiência das empresas e preço das OPAs em múltiplos do RDA



3.3. Indicador de Qualidade – Taxa Interna de Retorno das Ofertas aos Preços Praticados

Utilizando a rotina de desenhar os cenários com base nos parâmetros de comportamento do último balanço antes da oferta das ações, calculam-se as taxas de retorno esperada (TIRe), para um horizonte de 20 anos de investimento, ilustradas no gráfico 4.
As TIRe das ofertas aos preços praticados não mostram evidência nem com o Ibovespa, tampouco com os múltiplos. Menores múltiplos deveriam se associar a maiores TIRe, como se observa nas ofertas das empresas G, K, M, N e O. As ações mais caras tendem a oferecer menores TIRe, indicando que investidores interpretam que as empresas mais caras são aquelas com menores riscos implícitos.
O coeficiente de correlação (-0,55) da série de preços em múltiplos do RDA com a série de TIRe, evidencia um possível ajuste dos preços em função das expectativas das taxas de retorno oferecidas.
Uma observação importante vem da correlação do Ibovespa com a série de TIRe. Momentos de alta deveriam levar a preços mais altos, quando especulativos, o que traria menores TIRe. Porém, o baixo coeficiente de correlação entre essas séries (Ibovepsa x TIRe), calculado em -0,05, indica que as ofertas se basearam mais em fundamentos de cada empresa, do que em momentos de alta como forma de praticar preços especulativos.

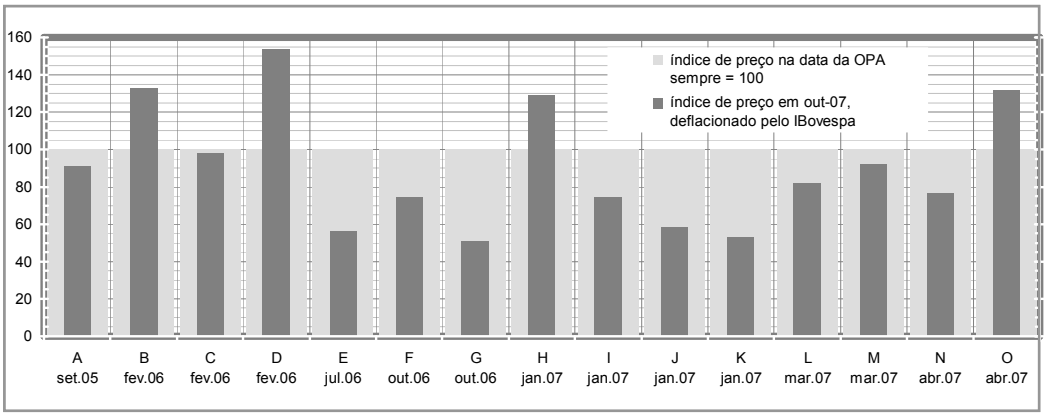
Gráfico 4 – Taxa de Retorno esperada no investimento nas ações ao preço da colocação pós-bookbuilding para manutenção do investimento no horizonte de 20 anos, acompanhada do preço da OPA em múltiplos do Ebitda e RDA e da variação do Ibovespa



Considerando investimento em real estate de longo prazo de maturação, caso dos edifícios de escritório, por exemplo, onde se verifica uma taxa de retorno setorial próxima a 8% ano, pode-se concluir que as ações da amostra estão a patamares bem conservadores, e, até mesmo, muito abaixo dessa taxa. Destaca-se a empresa G, com maior TIRe (25% ano), que foi precificada muito barata, tendo, por outro lado, 9 ofertas com TIRe abaixo desse patamar, sendo 5 delas abaixo de 4% ano.

O comportamento das ações quando deflacionado pelo Ibovespa, tomando a base 100 no preço do bookbuilding da OPA, está representado no gráfico 5.

Gráfico 5 – Preços das ações da amostra em datas marco – valores deflacionados pelo Ibovespa



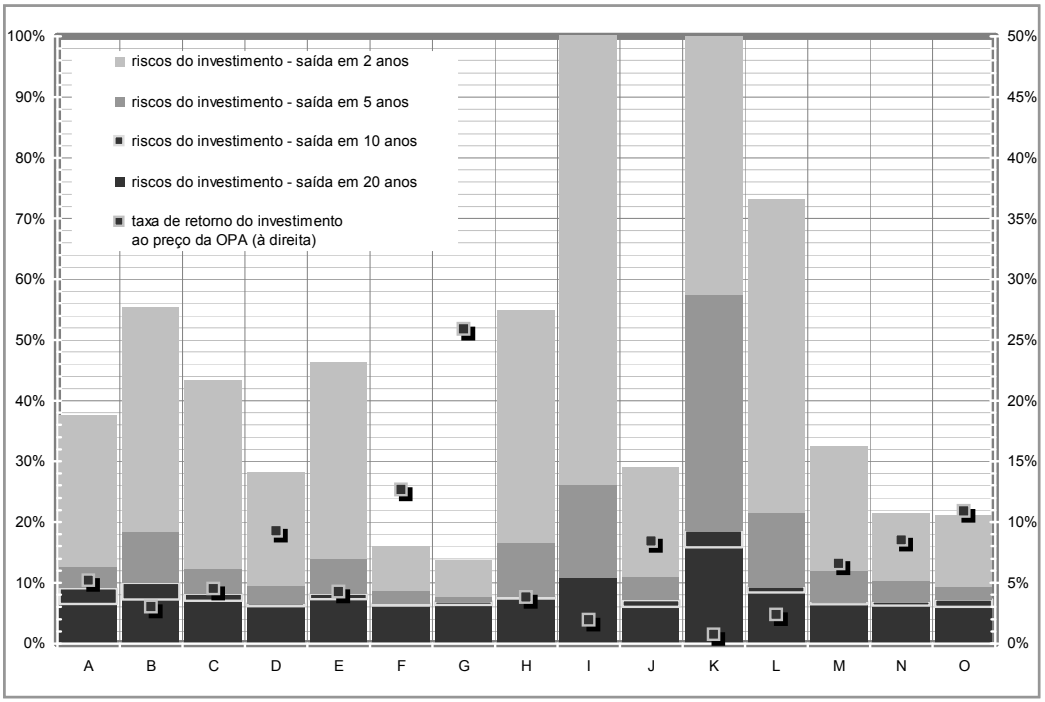
Os resultados do gráfico sustentam a hipótese de que as ofertas de preços foram feitas pelos estruturadores sem a utilização de critérios transparentes de valuation, já que das 15 ofertas

analisadas, somente 4 delas cresceram de preço relativamente ao Ibovespa. Ou seja, isso reforça a idéia de que as ofertas foram colocadas aos preços praticados aproveitando um momento de euforia do mercado de captais brasileiro, estimulado pela alta liquidez global.

3.4. Análise de Risco do Investimento nas Ações

Entende-se que os investidores aceitam como satisfatórias as taxas de retorno esperada (TIRe), já que pagaram pelas ações aos preços praticados, no total do volume ofertado. Nesse sentido, é possível conduzir as análises de risco, avaliando a variação da TIRe em função de distúrbios de comportamento do cenário referencial.
A partir de desvios na geração de RDA, de 0% a -10%, que sofrem variação de forma randômica no ciclo de 20 anos, é possível construir uma amostra de laboratório para as TIR dentro de cenários estressados.
A amostra de laboratório da TIR em função de distorções na geração do RDA foi composta também para diferentes anos de saída (2, 5, 10 e 20 anos). Anos de saída muito curtos não fazem parte da análise, uma vez que não condizem com investimento em ações de empresas de real estate, cuja maturação dos negócios e geração de resultados acontecem em períodos médios para longos.
Nas amostras de laboratório para os diferentes anos de saída em cenários estressados, foram extraídas as médias da TIR e seu maior desvio, com 90% de probabilidade, para as 15 ofertas. Esse procedimento permite identificar o risco do investimento para cada ponto de saída do investimento na ação. Risco de 100% significa perda do investimento.
O gráfico 6 apresenta o risco de quebra das TIRe em função da distorção de geração de RDA relativamente aos padrões adotados no cenário referencial para diferentes anos de saída.

Gráfico 6 – Riscos do Investimento nas ações da amostra, com saídas em 2, 5, 10 e 20 anos
Risco medido pela possibilidade de quebra da TIRe



É de se esperar que maiores TIR apresentem maiores riscos. O gráfico 6 mostra pontos em oposição a essa lógica, a exemplo das ofertas das empresas B, H, I, K e L, que apresentaram

maiores possibilidades de quebra da TIRe para saídas a curto prazo (2 anos), sendo, em contrapartida, as ofertas com as menores taxas implícitas. A oferta da empresa G tem a maior TIRe e se apresenta como o investimento menos arriscado no médio prazo. No longo prazo (10 e 20 anos), todas as ofertas apresentaram baixo risco de quebra da TIRe, conforme esperado para investimentos conservadores.

Para a empresa de maior TIRe (G) e a de menor TIRe (K), calculam-se as faixas de risco (medido pela possibilidade de quebra de TIRe) em diferentes anos de saída, conforme ilustrado nos gráficos 7 e 8, respectivamente.

Gráfico 7 – Faixa de Risco do investimento nas ações da OPA G, representando a maior TIRe do conjunto: saída em 2, 5, 10 E 20 anos

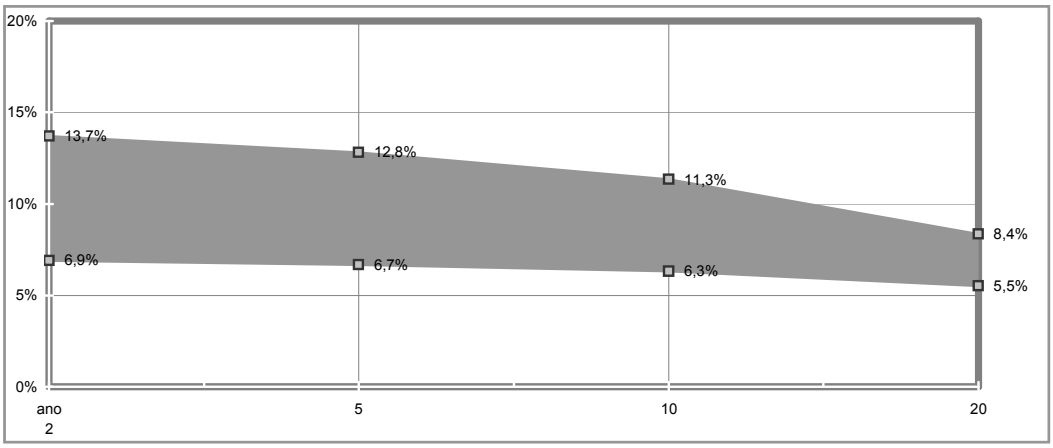
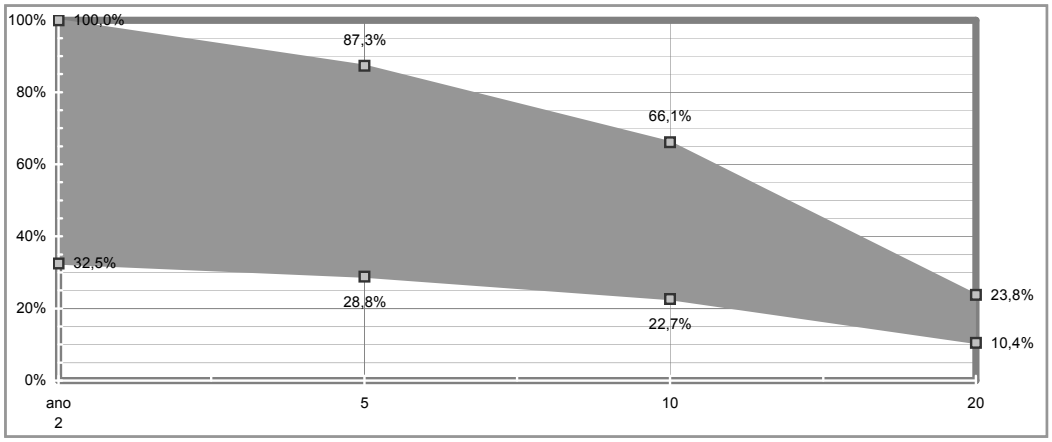


Gráfico 8 - Faixa de Risco do investimento nas ações da OPA K, representando a menor TIRe do conjunto: saída em 2, 5, 10 E 20 anos



Os gráficos 7 e 8 reforçam a contradição observada nas ofertas das empresas em relação à inversão de sentido entre taxa de retorno e risco, ou seja, maiores taxas implicam, em geral, em maiores riscos. Em oposição ao esperado, a oferta G, com maior TIRe, apresentou menores possibilidades de quebra da TIRe, relativamente a oferta K, para todos os anos de saída.

4. CONCLUSÕES

A leitura dos dados das ofertas analisadas no ciclo de set/05 a out/07 sustenta a imagem de que os preços das OPAs não apresentam correlação com fatores objetivos de decisão sobre um investimento, tendo sido praticados na busca de explorar um viés especulativo, haja vista a queda de preço das ofertas da amostra relativamente ao Ibovespa (até out/07).
Os resultados evidenciam que nem mesmo o método de múltiplos do Ebitda e RDA, que é praticado inapropriadamente no mercado, foi adotado pelos estruturadores das ofertas.
É claramente possível afirmar, a partir das informações expostas no decorrer deste artigo, que o mercado tem se pautado meramente na especulação, estimulado pela liquidez geral presente na economia global e, principalmente, na imagem internacional de certa estabilidade e crescimento sustentável da economia brasileira, destacando, nessa linha de entendimento, a participação representativa de investidores estrangeiros nessas ofertas.
Pode ocorrer que no futuro, com as empresas não sendo capazes de gerar os resultados de modo a sustentar interesse de investidores nas ações das empresas de real estate residencial, esse importante mecanismo de captar recursos para desenvolvimento das empresas se mostre enfraquecido e sem credibilidade para atrair investidores.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Are Real Estate IPO´s a Different Species? Evidence from Hong Kong IPO´s. CHAN, S, H., STOHS, M. H., and WANG, K. 2001 V21: 3, pp. 201-219. Journal of Real Estate Research.

Initial Public Offerings: Evidence from the British, French and Swedish Property Share Markets. BROUNEN, D. and EICHHOLTZ, P. 2002 V24, ½, pp. 103-117. Journal of Real Estate Finance and Economics.

Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. DAMODARAN, A. Wiley Finance, 2nd edition, 2002.

Notas Sobre Valuation de Empresas e Empreendimentos: The Dark Side of Valuation. ROCHA LIMA Jr, J. Cartas do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica (nº 2/6), disponível em: www.realestate.br , acesso em novembro de 2007.

Perception of Real Estate Investment Opportunities in Central/South America and Africa. LIM, L. C, MCGREAL, S. e WEBB, J. R. 2006 V12: 3, pp. 261-276. Journal of Real Estate and Portfolio Management.

Property Company Stock Price and Net Asset Value: A Mean Reversion Perspective. LIOW, K. H. 2003 V27: 2, pp. 235-255. Journal of Real Estate Finance and Economics.

Quanto Vale Uma Ação de Empresa de Negócios Imobiliários no Brasil. ROCHA LIMA Jr, J. Cartas do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica (nº 4/6), disponível em: www.realestate.br , acesso em novembro de 2007.

REITs, IPOWaves and Long-Run Performance. RICHARD J. BUTTIMER, DAVID C. HYLAND and ANTHONY B. SANDERS. 2005 V33 1: pp. 51–87. Real Estate Economics.

The Dark Side of Valuation. DAMODARAN, A. Editora Prentice Hall, 2001.

The Pricing of Property Trust IPO´s in Australia. DIMOVSKI, W. and BROOKS, R. 2006 V32, pp. 185-199. Journal of Real Estate Finance and Economics.

The Significance and Performance of Real Estate Markets in India. NEWELL, G. e KAMINENI, R. 2007 V13: 2, pp. 161-172. Journal of Real Estate and Portfolio Management.