

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS EM OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES

Guilherme dos Passos Minikovski¹

Evelin Lucht Lemos²

RESUMO

Este artigo tem por objetivo analisar oportunidades para investidores no mercado primário de ações, ou seja, em ofertas públicas iniciais, de modo a tornar mais assertivos os resultados nessa modalidade de investimento. Para tanto foram estudados os procedimentos para o lançamento, além de métodos simplificados de avaliação de empresas que podem auxiliar o investidor a se posicionar diante de uma IPO³. Ao final do trabalho, foi demonstrado ao investidor a aplicabilidade desses métodos, apontando-se se estes são suficientes para determinar um resultado positivo no investimento em empresas nessas condições.

Palavras-chave: Oferta Pública Inicial. Investimento. Avaliação de Empresas.

¹ Graduando em Administração pela FAE Centro Universitário. *E-mail*: guilhermepm6@hotmail.com

² Mestre em Administração pela UFPR. Professora da FAE Centro Universitário.
E-mail: evelin.lemos@copel.com

³ *Initial Public Offering*: expressão em inglês para Oferta Pública Inicial de Ações.

INTRODUÇÃO

Este estudo aborda todo o processo de abertura de capital de uma empresa em uma Bolsa de Valores e como este pode proporcionar oportunidades de investimentos àqueles investidores que possuem tolerância maior a riscos em renda variável.

Inicialmente foi analisado o Sistema Financeiro Nacional e suas ramificações envolvidas em um procedimento de abertura de capital na bolsa. Compreendido o funcionamento do sistema, foram explicitadas todas as etapas do processo de ingresso de uma empresa até o início de negociação de suas ações em Bolsa de Valores, demonstrando os pontos que merecem especial atenção do investidor que pretende adquirir uma participação societária na companhia novata.

Entendido todo o processo burocrático de lançamento de ações, faz-se necessário trazer ferramentas ao investidor para que se permitisse uma avaliação eficaz dessas empresas. Nesse sentido, foram abordados os principais métodos de avaliação de empresas que constam na literatura, com ênfase naqueles mais utilizados entre os agentes de mercado: análise macroeconômica, análise setorial e análise de múltiplos, bem como avaliação contábil e de fluxo de caixa descontado.

Considerando estudos que indicam que as ações de uma IPO costumam ser lançadas em um valor abaixo do seu valor de avaliação para atrair um número maior de interessados (um fenômeno conhecido como *underpricing*⁴), analisou-se as possíveis formas de identificar sua ocorrência.

Toda teoria foi aplicada, então, em um estudo de caso de abertura de capital ocorrida em data recente, da empresa Par Corretora de Seguros S.A., para demonstrar de que forma os métodos de avaliação podem ser aplicados e quais resultados ele proporciona.

Essa abordagem foi necessária para tentar responder o problema de pesquisa: É possível tornar mais assertivos os resultados em investimentos em empresas que se encontram em processo de Oferta Pública Inicial de ações em Bolsa de Valores, através da aplicação de métodos simplificados de avaliação de empresas?

A partir da questão supracitada, tem-se como objetivo geral analisar as oportunidades de investimento em empresas que se encontram em processo de Oferta Pública Inicial de ações em Bolsa de Valores, através da aplicação de métodos simplificados de avaliação de empresas, de modo a tornar mais assertivos os resultados nessa modalidade de investimentos.

⁴ Subavaliação do valor de uma empresa pelos próprios detentores de suas ações.

Para se atingir o objetivo geral, foram elaborados os seguintes objetivos específicos:

- compreender o funcionamento do Mercado de Capitais, que proporciona condições para a abertura de capital;
- analisar as etapas do processo de IPO;
- analisar os diferentes métodos de avaliação de empresas e suas aplicações em IPOs;
- realizar um estudo de caso que demonstre oportunidades de investimento em uma empresa em IPO.

1 JUSTIFICATIVA

Com o crescimento econômico e consequente destaque do Brasil no cenário mundial, especialmente durante o período do superciclo das *commodities*, o mercado de capitais do país amadureceu, fazendo com que muitas empresas realizassem uma IPO em Bolsa de Valores. De acordo com dados da BM&FBovespa e da Pricewaterhouse Coopers (2015), 64 novas empresas ingressaram na bolsa apenas no ano de 2007, além de mais 12 *follow-ons*⁵.

A evolução tecnológica e o surgimento de corretoras de varejo contribuíram para a popularização do mercado acionário, tornando o investimento uma renda variável, prática comum não apenas às grandes instituições financeiras, mas também ao investidor pessoa física, que pode realizar compra e venda de ações com apenas um clique, direto do seu computador.

Acontece que essa facilidade torna o investidor vulnerável a uma escolha equivocada de investimento, pois não tem a sua disposição o conhecimento necessário para uma correta avaliação das empresas. Muitas vezes, o investidor se encontra sem orientação sobre quais produtos e ativos alocar seu capital, fruto da crônica falta de educação financeira do brasileiro.

Essa dificuldade é ainda maior quando se trata de uma empresa que está realizando uma IPO, pois o investidor não possui um histórico de preços para tomar como base. Essa modalidade proporciona, muitas vezes, rendimentos acima da média no curto prazo, mas desde que realizado com base em fundamentos sólidos daquela companhia. Caso contrário, correm-se riscos desnecessários que podem ocasionar corrosão do capital investido.

⁵ Oferta pública de novas ações de uma empresa já listada em bolsa.

Para alcançar maior assertividade no investimento em ações de uma empresa em IPO, é necessário que o investidor compreenda de que maneira é feito todo o processo de avaliação e precificação da mesma, permitindo identificar se estará pagando caro ou barato por aquele ativo.

Diversos são os métodos de avaliação. Esmiuçá-los e aplicá-los em determinadas IPOs tornará menos espinhosa a tomada de decisão do investidor pessoa física, que não conta com uma equipe especializada para fazê-lo como os grandes bancos.

Para exemplificar, a TAB. 1 demonstra o risco de se investir em empresas nessa situação. Ela nos informa o retorno do investimento no primeiro dia de negociação de ações em IPO ao longo dos últimos quatro anos.

TABELA 1 – Relação das empresas que abriram capital entre 2011 e 2014

Empresa	Retorno IPO			
	Preço por Ação ¹ (R\$)	Início da Negociação	Preço por Ação ² (R\$)	Varição
AREZZO CO	19,00	02/02/11	21,25	11,84%
AUTOMETAL	14,00	07/02/11	13,30	-5%
QGEP PART	19,00	09/02/11	18,10	-5%
IMC HOLDINGS	13,50	09/03/11	13,49	-0,07%
MAGAZ LUIZA	16,00	02/05/11	16,45	2,81%
BR PHARMA	17,25	27/06/11	16,40	-4,93%
QUALICORP	13,00	29/06/11	15,05	15,77%
TECHNOS	16,50	01/07/11	17,52	6,18%
ABRIL EDUCA	20,00	26/07/11	18,50	-7,50%
LOCAMERICA	9,00	23/04/12	8,50	-5,55%
BTG PACTUAL	31,25	26/04/12	31,45	0,64%
UNICASA	14,00	27/04/12	15,36	9,71%
LINX	27,00	08/02/13	32,00	18,52%
BIOSEV	15,00	19/04/13	12,85	-14,33%
ALUPAR	18,50	24/04/13	17,58	-4,97%
BB SEGURIDADE	17,00	29/04/13	16,60	-2,35%
SMILES	21,70	29/04/13	23,00	5,99%
CPFL RENOVAV	12,51	19/07/13	12,02	-3,92%
ANIMA	18,50	28/10/13	19,21	3,84%
SER EDUCA	17,50	29/10/13	17,18	-1,83%
CVC BRASIL	16,00	09/12/13	15,50	-3,12%
OUROFINO S/A	27,00	21/10/14	27,65	2,40%
PARCORRETORA	12,33	05/06/15	13,90	12,73%

NOTAS: ¹ Fixado em *bookbuilding*.

² Ao final do primeiro dia de pregão.

FONTE: Pricewaterhouse Coopers e BM&F Bovespa (2015)

Verifica-se que distorções no valor da empresa costumam ser corrigidas pelo mercado na sua data inicial de negociação em Bolsa de Valores. A tabela mostra que, ao mesmo tempo em que se oferece a oportunidade de grandes lucros, há também o risco de sofrer prejuízos substanciais. Porém, destrinchar as peculiaridades dessa espécie de investimento pode possibilitar que o resultado final convirja para o lucro.

2 METODOLOGIA

Este artigo assume um caráter exploratório, com o objetivo de suscitar o interesse por este relevante campo de estudo, estimulando discussões e novos trabalhos a respeito do tema.

Com base nos objetivos, a pesquisa foi classificada como exploratória-descritiva. Exploratória porque, conforme Gil (2009, p. 41), “proporciona maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições”; e descritiva porque “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relação entre variáveis” (GIL, 2009, p. 42).

A pesquisa também se caracterizou como qualitativa, pois, segundo Fachin (2006, p. 81), a pesquisa qualitativa “é caracterizada pelos atributos e relaciona aspectos não somente mensuráveis, mas também definidos descritivamente”. O autor ainda afirma que “as variáveis qualitativas são definidas por meio de uma descrição analítica, e não medidas ou contadas” (FACHIN, 2006, p. 81).

Com relação aos procedimentos para coleta de dados, o presente estudo utilizou-se de pesquisa documental, bibliográfica e eletrônica.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E MERCADOS DE CAPITALIS

O Sistema Financeiro Nacional (SNF) representa a interligação entre todos os agentes de mercado, tornando possível que investidores, com disponibilidade de recursos financeiros, possam alocar seu capital junto a agentes carentes desses mesmos recursos.

O SFN se divide em dois subsistemas, sendo um normativo e outro operativo. Pinheiro (2008, p. 48) ensina que o subsistema normativo é o que normatiza, que cria as

normas que orientarão o funcionamento do sistema. Suas funções são regular, controlar e exercer fiscalização sobre as instituições intermediadoras. Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 36) complementam que essa regulação e esse controle são exercidos através de normas legais, expedidas pela autoridade monetária, ou pela oferta seletiva de crédito levada a efeito pelos agentes financeiros do governo.

Já o subsistema operativo, nas palavras de Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 37), é constituído pelas instituições financeiras públicas ou privadas que atuam no mercado financeiro.

De acordo com Pinheiro (2008, p. 48), o objetivo do SFN é formular e executar a política de moeda e do crédito, objetivando o progresso econômico e social do país. Já o Mercado de Capitais, segundo Pinheiro (2008, p. 131), “representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização de empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas”.

Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 32) complementam que no mercado de capitais os principais títulos negociados são os representativos do capital da empresa ou de empréstimos feitos via mercado por empresas sem participação de intermediários bancários. As operações têm como característica serem de médio e/ou longo prazo, podendo ainda possuir prazo indeterminado. Vale mencionar que a oferta pública inicial de ações é uma das modalidades de financiamento empresarial que ocorrem dentro do mercado de capitais.

A CVM é a entidade reguladora deste mercado, atuando como garantidora do funcionamento eficiente e idôneo de toda a estrutura. Tem por objetivo atuar pelo desenvolvimento e eficiência e regular o funcionamento do mercado, protegendo os investidores e fornecendo-lhes informação adequada. Cabe à CVM, também, fiscalizar as atividades e os serviços prestados no mercado de capitais, punindo eventuais infratores.

Já o sistema de distribuição e prestação de serviço é, segundo Pinheiro (2008, p. 131), composto por sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, além de bancos de investimento e desenvolvimento. A Bolsa de Valores atua como importante mecanismo para esse sistema de trocas.

Conforme definição do Bacen (2015), as bolsas de valores são sociedades anônimas ou associações civis que proporcionam aos seus membros um sistema de transações de compra ou venda de títulos mobiliários, através de um mercado organizado, livre e aberto, sujeito à fiscalização própria e também da CVM. No Brasil, a Bolsa de Valores é a BM&FBovespa.

3.2 O PROCESSO DE OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES (IPO)

De acordo com a Pricewaterhouse Coopers e a BM&FBovespa (2015), oferta pública inicial é o evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa e, posteriormente, o início de negociação dessas ações em Bolsa de Valores.

Uma IPO é um processo bastante complexo e burocrático, que envolve meses de preparação das empresas antes de se lançarem ao mercado financeiro. Ele demanda a contratação de diversos agentes externos à Companhia emissora, entre eles firmas de auditoria, escritórios de advocacia, bancos de investimento, consultores e banco escriturador. Com a equipe montada, passa-se a elaborar as informações que serão divulgadas ao mercado, através de processos de *due diligence*⁶.

Levantadas essas informações, a Sociedade Anônima que pretende realizar uma IPO deve requerer o aval do órgão regulador do mercado de capitais no Brasil, a CVM. Com a liberação da CVM, caberá à empresa emitir a minuta do prospecto, onde devem constar os participantes e todas as demais informações relevantes à companhia no momento da IPO.

O prospecto é a base de toda análise do investidor acerca de uma empresa, seus riscos e características.

Nele, é possível encontrar informações sobre a oferta e seus procedimentos, além de todo o cronograma para cada etapa. O prospecto informa também o público-alvo da oferta.

Conforme Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 251), o prospecto é elaborado pela companhia, assistida pelo coordenador da distribuição, e deve contar com informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

Para Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 251), o prospecto deve destacar dados e informações sobre: a oferta; os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; o ofertante; a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

3.2.1 Espécies e Características das Ofertas

Com relação às espécies de IPO, existem duas formas de ofertar ações ao público: por meio de distribuição primária ou de distribuição secundária (ou da combinação de ambas).

⁶ Análise investigativa de uma empresa para que se avalie a situação real de sua estrutura.

Segundo a BM&F Bovespa (2009), na distribuição primária a empresa emite e vende novas ações ao mercado. No caso, o vendedor é a própria companhia. Portanto, os recursos obtidos na distribuição são canalizados para ela. Por sua vez, na distribuição secundária quem vende as ações é o empreendedor e/ou algum de seus atuais sócios. Portanto, são ações existentes que estão sendo vendidas. Como os valores arrecadados irão para o vendedor, é ele quem receberá os recursos.

Já quanto às características da oferta que deve ser avaliada pelo investidor, citamos inicialmente a existência de garantia de colocação por parte da instituição financeira, chamada de *underwriting*⁷.

Essa garantia possui três variações: (a) firme, na qual a instituição se compromete a vender todas as ações da oferta, assumindo aquilo que não foi adquirido pelo mercado; (b) melhor esforço, onde a instituição se compromete a fazer o máximo esforço para vender a maior quantidade de ações, nas melhores condições possíveis; e (c) residual, onde apenas uma parte da operação terá garantia firme, o restante ficando pelo regime de melhor esforço.

Outra importante característica que pode acompanhar a oferta é o chamado *lock up agreement*⁸. Para Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 252), esse mecanismo “visa criar um elemento de estabilização das cotações na fase inicial de um lançamento de ações”.

Conseguir identificar algumas das características supracitadas se traduz em importante indicativo para o investidor, já que o coloca em situação mais confortável quanto ao possível destino das ações ofertadas quando do início de negociação em bolsa. Isso porque a eventual ausência de garantia de colocação pode significar risco de o mercado não absorver toda a oferta, e a falta de acordo junto aos *underwriters* pode indicar a possibilidade de pressão vendedora no ativo.

3.2.2 Governança Corporativa

Visando facilitar a identificação dos níveis de governança corporativa das empresas listadas, a BM&FBovespa desenvolveu segmentos de listagens de acordo com uma série de requisitos.

⁷ Contratação pela empresa em IPO de uma ou mais instituições financeiras que serão responsáveis pela colocação de suas ações no mercado.

⁸ Acordo celebrado entre os acionistas controladores e as instituições financeiras *underwriters* da companhia, vedando que estas se desfaçam das ações adquiridas na IPO por um período determinado, que pode variar de 120 a 360 dias.

Vale identificar em qual nível a empresa se encontra, pois é um importante indicativo da forma como ela atende aos anseios de todos os acionistas. A tendência das IPOs é que a empresa venha listada no Novo Mercado, segmento especial de empresas que respeitam os direitos dos acionistas e que se comprometem a cumprir as boas práticas de governança corporativa.

3.2.3 Formação de Preço

Conforme Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 252), é no *bookbuilding*⁹ que é definido o preço inicial das ações, a partir de uma consulta aos investidores institucionais. Estes mesmos autores explicam que esse procedimento é um mecanismo onde se define, através de uma apuração do interesse de compra dos investidores, o preço de subscrição das ações a serem lançadas.

Alguns estudos indicam que uma prática comum em IPOs é a fixação da faixa de preço por ação abaixo do valor justo por parte dos coordenadores, para tornar mais atrativo o investimento e, assim, atrair mais investidores. Conhecida como *underpricing* ou deságio, essa prática pode trazer bons retornos ao investidor já no primeiro dia de negociação.

Leal e Saito (2003) explicam que o deságio inicial das emissões de ações para abertura de capital é elevado no Brasil. Este deságio, conhecido como *underpricing* na literatura internacional sobre emissões de ações, é a diferença percentual entre o preço de oferta e cotações posteriores no mercado secundário. O preço de mercado mais comum para se medir o deságio é o de fechamento do primeiro dia.

3.3 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Os métodos de avaliação de empresas – conhecidos no mercado financeiro como análise fundamentalista – são meios de minimizar os riscos e identificar oportunidades de investimentos em ações, ainda que se trate de uma empresa cujas ações virão a ser negociadas após o processo de IPO.

Neste sentido, será abordada a análise do cenário macroeconômico em que a empresa está inserida. Em seguida, será apresentada a análise setorial como forma de identificar oportunidades no setor em que a empresa está inserida. Feito isso, a análise dos múltiplos será o método derradeiro a ser utilizado neste trabalho.

⁹ Processo onde o coordenador de uma IPO avalia, junto aos investidores, a real demanda pelas ações a serem emitidas, realizando um leilão para formação do preço de colocação inicial.

3.3.1 Análise Macroeconômica

Do ponto de vista da análise de ações, Pinheiro (2008, p. 267) cita algumas variáveis econômicas que possuem maior relevância, uma vez que afetam significativamente o mercado de capitais. São elas: crescimento do PIB, produção industrial, inflação, lucros empresariais, desemprego, resultado primário, taxa de juros e oferta de moeda. A taxa de câmbio também merece destaque.

Nesse sentido, fazendo um apanhado das variáveis citadas, tem-se que uma variação positiva do PIB, da produção industrial, dos lucros empresariais e do resultado primário são fatores que favorecem o investimento no mercado de ações.

Com relação à inflação, que representa a alta generalizada de preços, está é uma variável que tende a prejudicar o desempenho das ações, pois afeta o crescimento econômico ao representar um desestímulo à produção.

Já sobre as taxas de juros, vale ressaltar que essa variável é uma das mais importantes para o comportamento das ações. Isso porque estabelece um balizador do custo de oportunidade no mercado de capitais.

Sendo assim, uma queda na taxa de juros aumentaria a busca por ativos de risco, notadamente as ações, pois os investidores necessitam de fontes alternativas para maximizar sua rentabilidade.

3.3.2 Análise Setorial

Ainda segundo Pinheiro (2008, p. 274), esta análise aborda aspectos como: regulamentação; ciclos de vida do setor; estrutura da oferta e exposição à concorrência estrangeira; sensibilidade à evolução da economia: setores cíclicos, acíclicos e contracíclicos; exposição a oscilações de preços; e tendências a curto e médio prazo.

Inicialmente, é necessário definir o setor de atuação da empresa analisada e, a partir disso, considerar o impacto das variáveis macroeconômicas anteriormente estudadas no desenvolvimento do setor.

Outro ponto importante de análise são as perspectivas estratégicas desse setor, especialmente quanto às barreiras de entrada, competitividade de custos e potencial de distribuição.

Ainda, vale especial atenção ao comportamento da ação com relação aos ciclos econômicos. O objetivo é identificar se estamos analisando um setor defensivo (que atende necessidades primárias da população), um setor sensível a taxa de juros (ex.: incorporadoras) ou ao consumo (ex.: varejistas), ou ainda um setor de bens de capital.

Pinheiro (2008, p. 274) alerta, por fim, sobre a influência do governo nessa análise quando se trata de setores regulados, uma vez que “qualquer mudança na regulamentação por parte do governo tem um impacto imediato nas perspectivas das empresas, e, portanto, em sua valorização”.

3.3.3 Análise de Múltiplos

Existem diversos múltiplos e indicadores econômicos que nos permitem avaliar uma empresa, bem como compará-la com seus pares. Damodaran (2007, p. 165) os divide em quatro grupos: múltiplos de lucros, múltiplos de valor contábil, múltiplos de receitas e múltiplos setoriais.

Segundo a Capital Aberto Investimentos (2011), os mais utilizados pelo mercado financeiro são: preço da ação pelo seu valor patrimonial (P/VPA); preço da ação por seu lucro líquido (P/L); valor da empresa pelo Ebitda¹⁰ (EV/Ebitda) e o preço da ação pelo EBIT¹¹ (P/EBIT).

Conforme demonstra a BM&F Bovespa (2009), os investidores calculam os múltiplos de empresas listadas em bolsa que sejam do mesmo setor, no Brasil e/ou no exterior, e os utilizam como base de comparação para estimar o preço referencial da ação da empresa que está abrindo seu capital.

4 ESTUDO DE CASO: PAR CORRETORA DE SEGUROS

A Par Corretora de Seguros (PARC3) será a empresa objeto de estudo de caso deste trabalho, que relacionará as peculiaridades da empresa com os ensinamentos expostos anteriormente.

A Par Corretora é a corretora de seguros da Caixa Seguradora S.A., empresa que detém exclusividade na comercialização de seguros, previdência, consórcios e capitalização da Caixa Econômica Federal (CEF).

Essa exclusividade em um canal de vendas de renome e pulverizado em todo território nacional lhe permitiu ser uma das operações de seguros que mais cresceu, entre dezembro de 2011 e dezembro de 2014, na categoria que engloba parceria entre banco e seguradora.

¹⁰ *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*: termo em inglês para **lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização**.

¹¹ *Earning before interest and taxes*: termo em inglês para **lucros antes dos impostos e despesas financeiras**.

A empresa analisada atua, portanto, em todo o território nacional, tendo a sua disposição milhares de pontos de vendas, notadamente pelas agências da CEF, casas lotéricas, correspondentes bancários e co-corretores.

Ainda que conte com tais facilidades na distribuição, a empresa ainda possui baixa penetração na carteira de clientes da CEF, o que pode indicar seu potencial de crescimento. Aliás, **crescimento** vem sendo a palavra de ordem nos últimos resultados da companhia, onde se verifica elevação na receita líquida e, conseqüentemente, no lucro líquido.

Com relação à governança corporativa, a empresa estará listada no Novo Mercado da BM&FBovespa, pois aderiu às práticas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, de forma a proporcionar transparência e respeito aos acionistas, além de implementar a responsabilidade corporativa em sua cultura.

A empresa ainda garante ao acionista, por estatuto, um dividendo mínimo obrigatório de 50% do lucro líquido ajustado, lhe proporcionando o *status* de boa pagadora de dividendos.

Além das características supracitadas, sua oferta pública inicial já traz consigo um indicativo de possível retorno positivo ao investidor: o preço-teto a ser definido em *bookbuilding* precisou ser elevado em razão da alta demanda pelo papel durante o período de reserva.

Não se trata de uma elevação qualquer. A faixa de preços definida inicialmente estava entre R\$ 11,25 e R\$ 11,60 e precisou ser elevada para R\$ 12,35, uma alta de aproximadamente 6,5%, sem que a empresa tivesse chegado à bolsa ainda. A empresa acabou tendo suas ações lançadas ao preço unitário de R\$ 12,33, muito próximo ao novo teto estabelecido.

Há de se considerar, também, que há garantia firme de colocação por parte dos coordenadores *underwriters*, bem como o compromisso de *lock-up* por parte dos acionistas vendedores, que não poderão negociar as ações pelo período de 180 dias após a divulgação do Anúncio de Início, que ocorreu em 3 de junho de 2015.

Entretanto, trata-se de uma distribuição secundária, sendo que os recursos levantados com a IPO não irão para projetos de expansão da empresa, mas para a conta dos acionistas vendedores.

4.1 ANÁLISE MACROECONÔMICA

O ano de 2015 tem sido marcado por retração da economia, elevação da taxa de juros e estouro de todas as metas de inflação, flertando com um aumento de preços de dois dígitos.

Conforme divulgado no relatório Focus de 13 de novembro de 2015, publicado pelo Bacen, a previsão do mercado é de queda do PIB em -3,1% e elevação do IPCA em 10,04% para o ano de 2015. Até o 2º trimestre de 2015, a economia brasileira já havia retraído 2,6% do PIB na comparação anual, conforme dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Além disso, um cenário político conturbado dificulta qualquer ação do governo em busca de um ajuste.

Conforme já abordado, todo esse cenário de crise e desconfiança afeta diretamente o desempenho dos ativos de renda variável, uma vez que afasta os investidores dos valores mobiliários negociados em países como o Brasil, prejudicando o desempenho das ações como um todo, o que afeta igualmente uma empresa em IPO.

Alheia a isso, no setor da Par Corretora o cenário macroeconômico não é exatamente prejudicial ao desempenho do negócio. Isso ocorre pelo fato de as seguradoras notadamente possuírem elevadas posições de caixa direcionadas a investimentos, até por determinação legal, como uma forma de garantir liquidez aos segurados.

Portanto, a alta dos juros na economia não é um risco relevante ao negócio, já que em 31 de março de 2015 a companhia possuía saldo de R\$ 100,6 milhões em investimentos indexados ao CDI, conforme exposto em seu prospecto.

Contudo, o aumento do endividamento da população e a redução do seu poder de compra ocasionado pela inflação poderia afetar a venda dos seguros, ou aumentar o índice de cancelamentos. Ainda assim, estes produtos de seguro são corrigidos seguindo os índices de inflação (IPCA e IGP-M), o que garante proteção à empresa com relação ao cenário atual de subida dos preços.

Essas características tornam o investimento na Par Corretora um *hedge* natural a eventuais altas da taxa de juros e dos índices inflacionários.

4.2 ANÁLISE SETORIAL

A principal característica do setor de seguros no Brasil é a sua baixa penetração na população, especialmente se comparado a países mais desenvolvidos. Segundo a KPMG (2014), a participação dos seguros no PIB do Brasil é de 1,2%, abaixo do verificado em países como o Chile (1,5%), Portugal (2,5%), Bélgica e Estados Unidos (3%).

Além disso, como indicado no próprio prospecto, a Par Corretora ainda conta com baixa penetração no seu próprio canal de distribuição, se comparada a outros bancos. Isso significa que há muita demanda potencial para ser explorada.

Outro ponto que merece destaque é a melhoria na regulação do setor por parte da Superintendência de Seguros Privados (Susep), o que proporcionou uma popularização dos seguros, aumentando a base de clientes dessas empresas.

Essa mesma regulação acaba por formar uma barreira à entrada de novos concorrentes, restringindo o mercado a algumas empresas. Como resultado, tem-se no Brasil um mercado altamente concentrado, sendo que, conforme dados da KPMG (2014), as dez maiores seguradoras representam cerca de 85% dos prêmios diretos em 2013, com destaque especial para aquelas vinculadas a bancos.

É o caso da Par Corretora, que, como visto, possui exclusividade de atendimento na clientela da CEF. A própria exclusividade atua como uma barreira à concorrência, já que esse público tende a priorizar a operação do próprio banco em que é cliente, muitas vezes motivado por uma indicação do seu gerente.

Não bastasse, a atuação vinculada à CEF proporciona à empresa uma rede de distribuição que abrange quase a totalidade do território nacional, gerando grande vantagem competitiva.

Ademais, falamos de um setor anticíclico, uma vez que a contratação de seguros é uma premissa básica para um planejamento financeiro correto. Os custos dos bens a serem cobertos por seguros no país não permitem que as pessoas deixem de contratá-los, especialmente no âmbito empresarial.

4.3 ANÁLISE DE MÚLTIPLOS

Da ótica do P/L, a Empiricus (2015) afirma que a empresa chegou ao mercado negociando a um múltiplo de 18x, se considerado o lucro líquido para o ano de 2015 em R\$ 110 milhões.

A título de comparação, segundo a Empiricus (2015), a BB Seguridade negociava na ocasião com um P/L de 19x estimado. Ou seja, havia um desconto com relação ao seu par.

4.4 RESULTADO E ANÁLISE

A partir das análises supracitadas, seria possível concluir que apesar do cenário macroeconômico prejudicado, o setor em que a empresa atua tem como característica performar melhor em crises que os demais setores.

As oportunidades de crescimento, atreladas às defesas naturais que os produtos ofertados pela empresa ostentam frente ao cenário desafiador, conclui-se pela atratividade do investimento.

Vale acrescentar, ainda, que a empresa chega ao mercado com desconto em termos de P/L em relação ao seu par negociado em bolsa. Ademais, a política de dividendos estabelecida em estatuto pela empresa também oferece segurança.

Como resultado, a aplicação teria proporcionado oportunidades para que o investidor obtivesse lucro com o investimento, contudo, apenas em determinado período de negociação em bolsa.

No primeiro dia de negociação, com uma alta de 12,73%, indicou-se que a ação de fato foi considerada subavaliada pelo mercado, sendo que houve grande demanda por papéis da empresa nesta ocasião.

A ação ainda teve fôlego para alcançar sua máxima histórica em R\$ 14,86 (sem considerar ajustes de dividendos), nos dias 16 e 22 de junho de 2015, o que representa uma alta de 20,5% sobre o valor fixado na IPO. Tudo isso em período inferior a um mês de negociação.

Caso o investidor possuísse uma característica mais arrojada, de negociação de ações em prazos menores, poderia embolsar os lucros e realizar um investimento com retorno excepcional.

Levando em conta que as avaliações de empresas sofrem constantes modificações, de acordo com o cenário-base de cada período, e que a validade da análise feita nesse estudo se restringe ao período do lançamento, considera-se que o estudo foi bem-sucedido.

Foi divulgado no sítio eletrônico da empresa, em 12 de agosto de 2015, o novo balanço, referente ao 2º trimestre do ano. A partir desses novos dados apresentados ao mercado, o cenário da empresa se modificou, o que demandaria a elaboração de uma nova avaliação.

Coincidência ou não, a partir de setembro de 2015 a ação engatou uma trajetória descendente até atingir sua menor cotação em R\$ 8,73, no dia 24 de setembro de 2015, o que representa uma queda aproximada de 30%.

Na data de conclusão do presente estudo, a ação encontrava-se negociada a R\$ 10,50, abaixo do valor de lançamento. Ou seja, o investidor que enxergou nesta IPO uma oportunidade para manter posição na empresa por período mais longo estaria amargando prejuízo no momento. Porém, as perspectivas positivas não se alteraram com relação às análises elaboradas sobre a empresa.

Dessa forma, nota-se que não é possível prever o comportamento de uma ação em IPO ao longo dos anos. Ainda que a aplicação dos métodos de análise tenha nos proporcionado uma visão otimista com relação à empresa, isso não se traduziu em lucro para o investidor que ficou com a ação por período maior. Isso pode ter ocorrido em razão da revisão para baixo nos indicadores econômicos do país, além de fatores como a perda de grau de investimento, que afeta a captação de empresas financeiras.

De todo modo, o cenário atual não afasta a validade da análise, que se mantém otimista com relação à empresa, sendo que o investidor poderia permanecer com a ação como uma forma de auferir rendimento extra via dividendos, aguardando a melhora da economia.

CONCLUSÃO

A partir do presente trabalho, foi possível se aprofundar sobre o Sistema Financeiro Nacional, compreendendo suas ramificações e de que forma estas atuam no mercado acionário, especialmente quando se trata de uma oferta pública inicial de ações.

O procedimento da IPO se provou complexo, mas proporciona vantagens tanto para a empresa que se capitaliza no mercado de capitais quanto para o investidor.

A partir dos métodos de análise foi possível compreender de que forma o investidor pode avaliar uma empresa em IPO, a partir do prospecto de risco como fonte única de informação oficial.

Esses métodos permitem que o investidor estabeleça um viés com relação ao futuro da empresa, decidindo se faz sentido realizar o investimento nessa companhia.

Como forma de referendar os métodos, o estudo de caso elaborado sobre as ações da Par Corretora de Seguros demonstrou que é possível tornar mais assertivo um investimento em empresas em IPO. A empresa teve um desempenho positivo quando do lançamento das ações, de acordo com o que indicavam as análises realizadas

Contudo, a evolução dos preços da ação com o passar do tempo demonstrou que avaliações feitas em sede de IPO não podem ser consideradas fatores determinantes para garantir o êxito do investimento no médio/longo prazo, mas apresentam sinalizações importantes para o curto e curtíssimo prazo. Prazos mais longos, por demandarem acompanhamento constante das variações de mercado, têm o grau de assertividade reduzido.

Dessa forma, não é possível concluir que os métodos de avaliação aqui estudados seriam capazes de proporcionar lucro a todos os perfis de investidores, mas tão somente àqueles que aplicassem na ação por período menor de tempo.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O Conselho Monetário Nacional**. 2015. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/CMN.asp>>. Acesso em: 4 nov. 2015.

_____. **O que são a corretora e a distribuidora de títulos e de valores mobiliários?** 2015. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/corretoras_distribuidoras.asp>. Acesso em: 7 nov. 2015.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS; BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&F BOVESPA). **Como e por que tornar-se uma companhia aberta**: utilizando o mercado de capitais para crescer. São Paulo: BM&FBovespa, 2009.

BRANCO, A. C.; GARCIA DIAZ, M. **Menos silêncio**. 2008. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/temas/menos-silencio-2/>>. Acesso em: 7 nov. 2015.

CAVALCANTE, F. S.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F. **Mercado de capitais**: o que é, como funciona. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CAPITAL ABERTO INVESTIMENTOS. **Guia de IPOs para investidores**: aprenda a investir com segurança em companhias que estreiam na Bolsa de Valores. São Paulo: CPFL Energia, 2011.

CHIZZOTTI, A. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 2. ed. São Paulo: Cortez, 1995.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 2 jun. 2015.

COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – Valuation**. São Paulo: Makron Book, 2000.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

EMPIRICUS. **As melhores ações para 2015**: uma nova ação com data marcada para estrear na carteira. 2015. Disponível em: <<http://www1.empiricus.com.br/posts/a-melhor-acao-para-2015/>>. Acesso em: 19 ago. 2016.

FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia**. São Paulo: Saraiva, 2006.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed., 12. reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 1 jun. 2015.

KPMG. **O mercado brasileiro de seguros hoje e nos próximos anos**. 2014. Disponível em: <https://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/pesquisa-seguros-2014.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2015.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE E ELETRÔNICA**, v. 2, n. 2, jul./dez. 2003. Disponível em: <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S1676-56482003000200010.pdf>. Acesso em: 19 mar. 2015.

MUTO, S. **O silêncio pegou**. 2008. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/temas/o-silencio-pegou/>>. Acesso em: 7 nov. 2015.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

PÓVOA, A. **Valuation**: como precificar ações. 2. ed. São Paulo: Globo, 2007.

PRICEWATERHOUSE COOPERS (BRASIL); BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS; BOLSA DE VALORES MOBILIÁRIOS (BM&F BOVESPA). **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO)**: início de uma nova era de conhecimento. 2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em: 18 mar. 2015.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2001.

SANTOS, J. O. dos. **Avaliação de empresas**: cálculo e interpretação do valor das empresas – um guia prático. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

VASCONCELLOS, M. A. S. de. **Economia**: micro e macro. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.