

Carta *Dynamo* 49

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 1º TRIMESTRE DE 2006

www.dynamo.com.br

Respeitável Público! (parte 1)

O novo ciclo de ofertas públicas iniciais de ações é sem dúvida o acontecimento recente de maior importância em nosso mercado de capitais. Desde a operação da Natura em maio de 2004 até hoje, 30 companhias vieram a mercado, em transações envolvendo recursos da ordem de R\$ 17,7 bilhões¹. Apenas em 2006, já ocorreram onze ofertas iniciais, e outras nove estão em análise na CVM. Tivemos ainda, durante estes quase dois anos, vinte e uma operações de venda em bloco de ações de empresas existentes, com um montante adicional de R\$ 14,5 bilhões.

Além do volume expressivo, as ofertas públicas iniciais (conhecidas pela abreviatura em inglês IPOs) obtiveram preços bem acima do padrão histórico de negociação do nosso mercado. Enquanto as empresas que compõem o Ibovespa têm sido negociadas em múltiplos de lucro (P/L) de cerca de 11,1x e de fluxo de caixa (Ev/Ebitda) de 4,8x, a média dos IPOs saiu a 18,8x e de 9,2x, respectivamente². Mesmo com a correção recente do mercado, 73% das empresas que realizaram IPOs seguem tendo performance superior ao Ibovespa, sendo que em 40% dos casos esta diferença é de mais de 25%. Em anexo, segue uma tabela com a base de dados sobre os IPOs utilizada nesta Carta.

A título de ilustração, criamos um índice hipotético de desempenho dos IPOs, utilizando como critério único de ponderação o tamanho das operações.

Neste caso, o retorno absoluto do índice desde o início do ciclo até o dia 30 de maio seria de 193% em Reais nominais, contra 117% do IBX e 86% do Ibovespa (Gráfico 1).

Pelos números, fica claro que os IPOs têm sido muito bem sucedidos. Como investidora, a Dynamo participou apenas marginalmente deste sucesso. Investimos em algumas companhias – Natura, ALL, Localiza, Lojas Renner, Tractebel, Vivax. Em alguns casos, já nos desfizemos de nossa participação, mas mesmo nestas ações, os preços seguiram subindo após a nossa venda. Duas destas companhias vêm gradualmente ganhando importância em nossa carteira, na medida em que adquirimos confiança no negócio e conhecemos melhor os executivos. Não obstante, até agora, nenhum IPO chegou a ser uma das maiores posições do Fundo.

A despeito da boa qualidade da maioria das empresas que estão vindo a mercado, seus *valuations* estão embutindo um acentuado crescimento futuro. Acontece que na Dynamo sempre tivemos muita dificuldade de pagar na frente por um fluxo de caixa que sugere pouca margem para surpresas negativas. Por outro lado, sabemos que mesmo nossos princípios de investimento mais arraigados não são convicções herméticas e devem ser permanentemente testados diante da realidade do mercado. Neste sentido, estamos dedicando não pouco esforço para tentar compreender a natureza des-

Nosso Desempenho

Neste primeiro trimestre, o Dynamo Cougar rendeu 14,5%, enquanto o IBX 13,8% e o Ibovespa 13,7%. Nos últimos dez anos, o Fundo apresenta uma rentabilidade de 25,0%^{aa} em dólar e 22,5%^{aa} sobre o IGP-M. Neste mesmo período, o Ibovespa rendeu 13,2%^{aa} em dólar e 10,9%^{aa} acima da inflação medida pelo IGP-M, enquanto o IBX 17,1%^{aa} e 14,8%^{aa}, respectivamente.

O ano de 2006 começou herdando as bem-aventuranças de 2005: juros, câmbio e risco-país em queda e a Bolsa atingindo novos recordes. Com entradas adicionais de recursos e aumento expressivo na liquidez diária, janeiro fez todo o ganho do trimestre. A partir de então, ruídos políticos internos aumentaram, apreensões externas surgiram no horizonte (troca da equipe do FED, inflação no Japão) e, com isso, a Bovespa trocou rentabilidade por volatilidade. O gráfico, apresentado na última Carta e atualizado para este primeiro trimestre, mostra a continuidade das tendências.

O Dynamo Cougar aproveitou-se destes ventos favoráveis no início do ano apresentando uma boa performance. Nossas principais posições tiveram excelente desempenho no período, no-

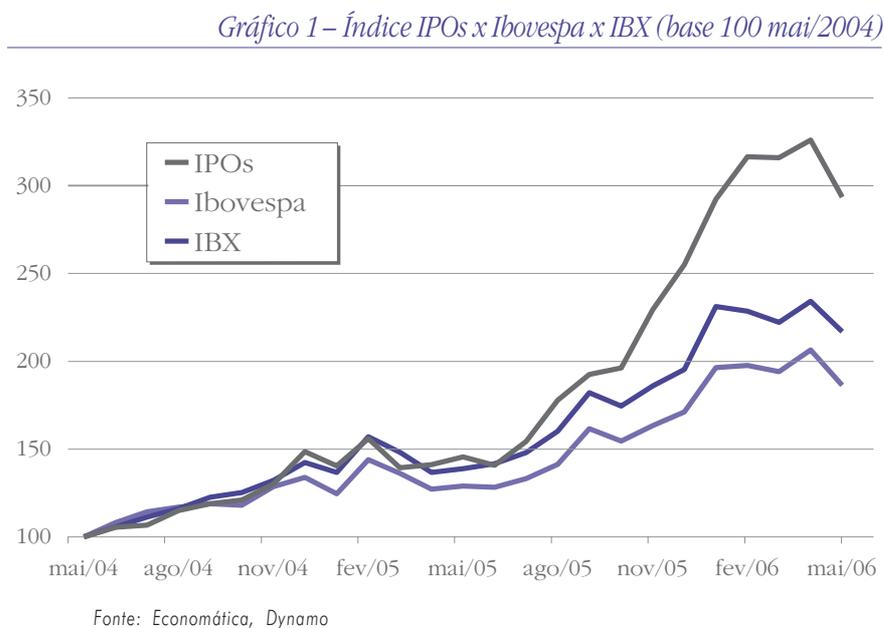
(1) Consideramos nesta amostra as ofertas de companhias que tornaram-se públicas de fato, embora de direito já o fossem, como CPFL, Tam, Lojas Renner, Cyrela, Tractebel, Rossi e Gafisa.

(2) O critério usado foi a média aritmética dos anos de 2005 e 2006 dos múltiplos das companhias que compõem o Ibovespa, ponderadas por suas participações no índice (dados fornecidos pelo banco UBS). Para as empresas do IPO, tomamos a média aritmética dos múltiplos implícitos nos preços de distribuição.

tes acontecimentos recentes e não descartamos a possibilidade de eventualmente voltar a investir em algumas destas companhias, se o *valuation* assim nos permitir.

A idéia agora é a de participar aos nossos leitores algumas de nossas reflexões, experiências e avaliações sobre este mercado de IPOs. Dada a extensão do material, decidimos dividir a empreitada em duas Cartas. Na presente, após esta breve introdução, procuramos investigar as motivações que levam as empresas tornarem-se públicas, dando ênfase às intenções dos emissores vis-à-vis os estímulos sinalizados pelas circunstâncias de mercado. Na próxima, analisamos dois outros temas: i) se alguns padrões dos ciclos de IPOs presentes em outros países também se verificam por aqui; ii) a mecânica interna dos processos das operações, onde examinamos também a situação competitiva da Dynamo neste contexto.

Antes disso, vale lembrar que, se por um lado, reconhecemos a valorização crescente das posições nas quais já nos desfizemos ou que nem chegamos a adquirir, por outro lado, fortalecemos ainda mais as convicções que orientam a formação da atual carteira do Fundo. Pois, se este crescimento econômico co-



letivo projetado no sucesso das empresas novas efetivamente ocorrer, teremos um cenário bastante promissor para as principais posições desta carteira, formada por empresas já bem conhecidas, testadas no tempo, com administração competente, disciplina de capital e *valuations* mais interessantes.

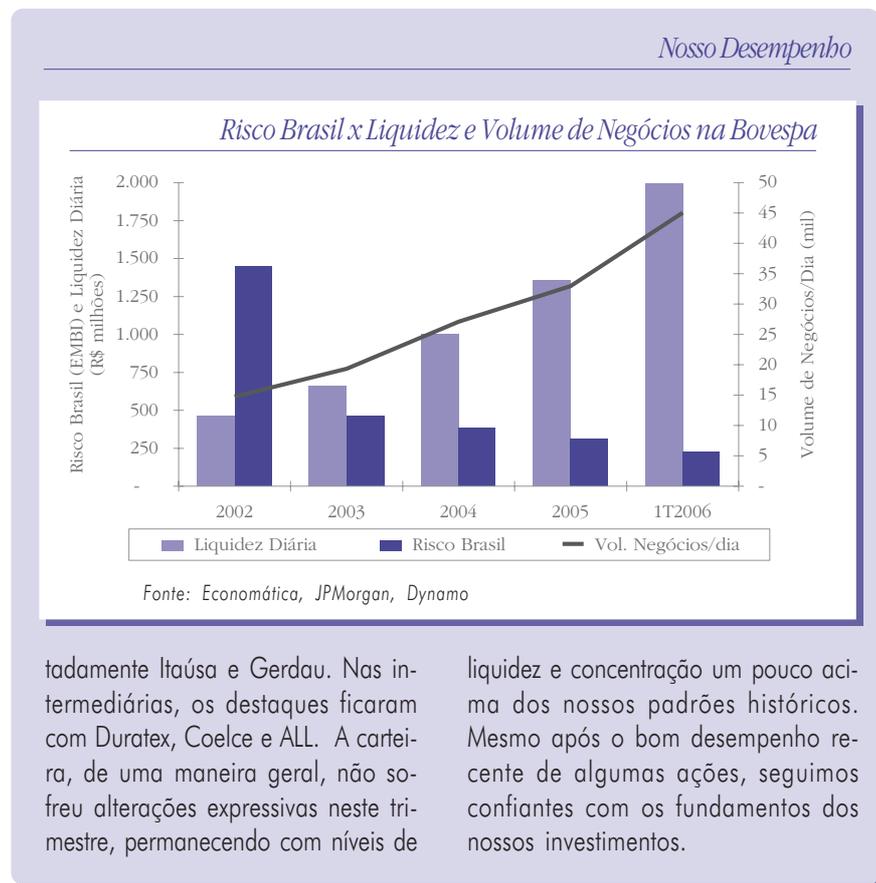
Motivações

Tornar-se pública é uma das decisões mais importantes na vida de uma companhia. Basicamente, são três os ti-

pos de motivações que levam as empresas a emitir valores mobiliários a serem negociados no mercado:

- i) Como fonte de financiamento para crescimento e redução do custo de capital. A companhia entende que em determinado estágio de seu desenvolvimento o mercado de capitais deve passar a desempenhar um papel importante como fonte de recursos, a custos competitivos, para seus projetos de investimento ou de eventuais aquisições;
- ii) Como fortalecimento institucional. Este item admite intenções de naturezas diversas: aumentar a exposição da empresa e de sua marca, buscar uma maior profissionalização da gestão e perenidade da cultura empresarial, permitindo aos colaboradores participar do quadro acionário da companhia e/ou promovendo o processo sucessório, submeter a empresa a um maior monitoramento e escrutínio de novos sócios;
- iii) Como instrumento de liquidez patrimonial e diversificação de risco para os acionistas e/ou seus sucessores. Neste caso, a companhia torna-se pública através de uma oferta secundária de ações, onde o mercado passa a substituir parte dos acionistas fundadores ou de grupos financeiros que entraram no capital social em estágios anteriores.

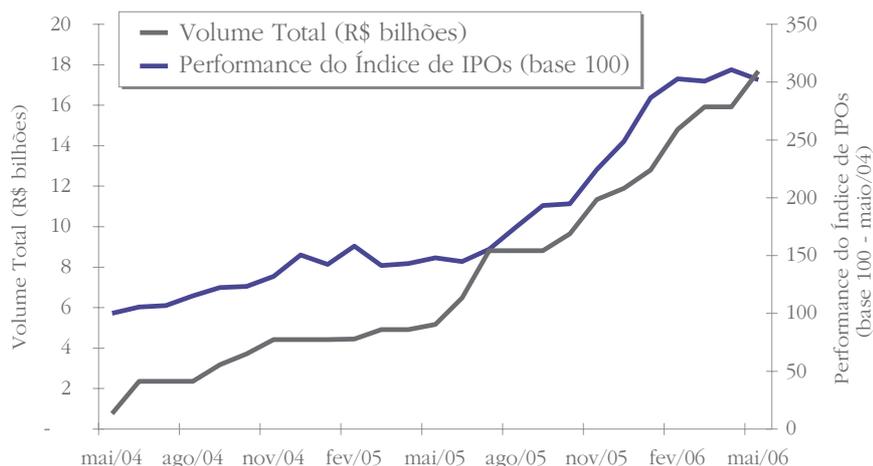
Estudos acadêmicos sugerem que a principal motivação para as empresas tornarem-se públicas costuma ser



tadamente Itaúsa e Gerdau. Nas intermediárias, os destaques ficaram com Duratex, Coelce e ALL. A carteira, de uma maneira geral, não sofreu alterações expressivas neste trimestre, permanecendo com níveis de

liquidez e concentração um pouco acima dos nossos padrões históricos. Mesmo após o bom desempenho recente de algumas ações, seguimos confiantes com os fundamentos dos nossos investimentos.

Gráfico 2 – Volume e Performance dos IPOs



Fonte: Cias, Economática, Dynamo

a razão i) acima³. Por outro lado, nossa experiência própria de observação dos IPOs recentes em outros mercados (principalmente americano e inglês) não nos permite chegar a resultados tão conclusivos. As empresas têm vindo a público visando investimentos e aquisições, mas temos observado também muitas operações de natureza secundária, provendo liquidez para investidores estratégicos e fundos de *private equities*. De uma maneira geral, nos últimos cinco anos, as companhias nestes dois mercados têm retornado mais capital aos seus acionistas, através de dividendos e recompra de ações, do que têm demandado do mercado para sua capitalização.

Esta observação parece ser mais compatível com o padrão das ofertas iniciais deste nosso ciclo. Vejamos alguns números: 51% do volume de recursos obtidos até agora foram em venda secundária de ações. Apenas 42% do total dos recursos têm como destino declarado o investimento – seja ele corrente, em expansão ou aquisições – os 7% restantes destinam-se basicamente para amortizações de dívidas. Na maioria dos casos, o *pay-out* de dividendos do ano se-

guinte ao IPO foi maior do que o do exercício anterior à oferta. Analogamente, poucas companhias apresentaram aumentos expressivos em seus investimentos após as operações⁴. Apenas duas empresas na lista têm menos do que cinco anos e apenas mais duas têm até dez anos de existência⁵. Ou seja, em sua grande maioria, os IPOs são companhias já razoavelmente bem estabelecidas, onde a demanda por capital primário, quando se dá, ocorre mais por eventuais oportunidades de consolidação em seus setores do que pela necessidade de investimento em projetos de expansão, próprios das fases iniciais do ciclo de vida empresarial. Ainda assim, das 16 empresas que declararam emitir ações visando futuras aquisições, até agora, apenas algumas poucas – Dasa, Cosan, Totus e, recentemente, ALL – conseguiram adquirir ativos relevantes.

Isto nos leva a pensar que os recursos primários captados pelas companhias estejam super-estimados. A explicação básica para isso, em nosso entendimento, não viria de uma deterioração repentina na conjuntura dos diversos negócios⁶, mas por razões mais prosaicas. O fato de se incluir uma parte primária

nas operações melhora a percepção da qualidade do pacote para o investidor, ao amenizar o antagonismo de uma venda exclusivamente secundária (antes, emissor vende/investidor compra; agora, emissor se dilui/investidor compra), ao mesmo tempo em que insinua uma certa tendência de aceleração no crescimento futuro da companhia e, com ela, a impressão de se estar pagando um múltiplo ajustado menor. Além disso, pelo mesmo problema de assimetria de informação, seria pouco elegante admitir de forma explícita que os emissores estão vendendo a companhia simplesmente porque o preço está bom. Finalmente, o tamanho das operações também importa para atrair determinados investidores, bem como assegurar o interesse dos bancos coordenadores da operação e seu empenho no pós-mercado.

De uma maneira geral, a razão primeira deste ciclo de IPOs parece não ter sido a demanda por capital para financiar um estágio específico de crescimento das empresas através de novos projetos. Ainda é cedo para conclusões definitivas, mas as evidências sugerem que outros elementos que não exclusivamente um ciclo virtuoso de negócios, a dinâmica própria da indústria ou a urgência da competição teriam empurrado as empresas para uma escolha na direção do mercado de capitais. E esta observação é coerente com as estatísticas recentes de formação bruta de capital privado no país, com os dados agregados de capacidade das indústrias e com o nível de confiança dos empresários, que têm manifestado nas pesquisas públicas de opinião – e corroborado em contatos privados com investidores – pouca intenção de investir em novos projetos. As notícias mais recentes de novos *follow-ons* secundários a caminho só reforçam o argumento⁷.

À segunda razão, também não pode ser atribuída a principal motivação

(3) Só como ilustração, em pesquisa no mercado americano, Mikkelson, Parth e Shan (1997) relatam que 85% das empresas entrevistadas disseram que captaram recursos no IPO para financiamento de capital de giro e 64% para novos investimentos (destinações não excludentes). Em outro survey junto a 366 CFOs, Brau e Fawcett (2004) apuram que a principal razão apontada pelos executivos para que uma empresa venha a público é a de captar recursos para futuras aquisições. Como de costume, as referências completas dos artigos citados estão em nosso site.

(4) Exceção digna de menção foi a Gol, que já desembolsou praticamente todo o recurso captado em suas duas ofertas.

(5) O critério aqui foi o de considerar a idade dos 'projetos empresariais' propriamente ditos. Neste caso, empresas oriundas de privatizações, como ALL e Tractebel, ou aquelas que surgiram a partir de incorporação de ativos existentes, como CPFL, Energias do Brasil, OHL, apesar do registro recente, seriam mais 'idosas'.

(6) Isto poderia eventualmente justificar o atraso nos investimentos de três empresas: duas no setor de energia elétrica (CPFL e Energias do Brasil) e uma concessionária de rodovias (OHL Brasil), que enfrentaram surpresas negativas com o preço-teto de energia nos leilões públicos para 'energia nova' e com o atraso do cronograma de concessões federais, respectivamente.

(7) *Follow-ons* são operações de vendas de ações que se seguem às ofertas iniciais. Podem ser emissões primárias, mas, neste nosso ciclo, têm sido predominantemente secundárias.

Ofertas Públicas Iniciais Realizadas - Tabela Analítica

	NATURA	GOL	ALL	CPFL	Grendene	DASA	Pto Seguro R.	Maças	Submarino	Localiza	TAM	L. Renner	EdB	OHL	Cyrela
Operacional															
Receita Bruta (L12M) - R\$ milhões	2.041	1.683	1.041	8.954	1.402	466	3.085	35	361	634	5.075	1.321	3.851	338	656
EBITDA (L12M) - R\$ milhões	334	354	308	1.623	364	113		9	27	210	443	112	818	207	165
Idade (anos)	37	4	7	94/9	33	40	59	42	5	32	29	93	107/9	8	43
Receita Bruta (CAGR L3Y)	28%	144%	27%	17%	35%	22%	14%	42%	68%	15%	17%	18%	13%	72%	36%
Receita Bruta (CAGR N3Y)	21%	43%	19%	10%	21%	21%	14%		46%	17%	19%	20%	12%	11%	26%
Capex (Average L3Y) - R\$ milhões	19	103	258	1.324	38	207	102		7	996	335	113	1.514	529	
Capex (Average N3Y) - R\$ milhões	55	1.766	822	1.400	34	160			25	1.500	635	203	1.842	490	16
Pay-out (LTM)	19%	0%	0%	2%	100%	0%	36%		0%	62%	0%	0%	0%	0%	76%
Pay-out (NTM)	72%	14%	10%	8%	100%	0%	54%		26%	35%	16%	82%	16%	0%	25%
Usados Recursos:															
Dívida						30%		17%	67%			69%			
Capital de giro		30%		10%		19%		53%	18%		10%	19%	10%	10%	
Capex/Aquisição		70%	100%	90%		51%	100%	30%	15%		90%	12%	90%	90%	100%
Oferta															
Data	26/5/04	29/7/04	29/7/04	29/9/04	27/10/04	17/11/04	18/11/04	22/2/05	30/3/05	23/5/05	14/6/05	30/6/05	13/7/05	14/7/05	21/9/05
Nível	NM	Nível 2	Nível 2	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	Nível 2	NM	NM	NM	NM
Tamanho (R\$ Milhões)	768	1.009	588,2	817,88	536	380	328	16	473	247	543	774	1.119	431	785
Primário	0%	54%	45%	83%		29%	24%	100%	29%		70%	30%	99%	31%	65%
Secundário	100%	46%	55%	17%	100%	71%	76%		71%	100%	30%	70%	1%	69%	35%
% da Cia vendido	21,75%	20,27%	30,00%	10,52%	17,30%	36,00%	24%	25%	48%	34%	21%	98%	39%	39%	35%
Excesso de Demanda Nx (Oversubscription)	9,00	4,50		3,00	8,10	10,00	5,00	1,00	6,00	2,50	2,20	1,50	2,00	1,50	8,00
Característica	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A		144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A
Perfil Vendedores															
Família/Donos	100%	24%			100%	25%	100%			17%	47%	100%		100%	100%
Investidor Financ (PE)		76%	100%	100%		74%			100%	83%	53%		100%		
Investidor Institucional/Governo						1%									
Perfil Compradores															
Local	18%	52%	20%	20%	19%	36%	21%	8%	25%	5%	17%	12%	74%	18%	19%
Estrangeiro	67%	12%	80%	60%	65%	50%	71%	5%	75%	87%	74%	86%	26%	73%	72%
PF	15%	36%		20%	16%	14%	8%	87%		8%	9%	2%		9%	8%
Performance															
Performance 1o dia	15,6%	5,4%	13,2%	0,1%	12,1%	20,0%	6,4%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%	11,2%	1,1%	23,7%
Performance desde IPO	228,2%	159,7%	214,1%	67,5%	-48,4%	127,5%	94,1%	-57,5%	114,6%	222,6%	180,5%	208,1%	49,7%	38,9%	88,4%
Performance x Ibovespa	70,0%	48,6%	78,6%	6,9%	-67,5%	50,9%	28,1%	-66,8%	52,4%	117,3%	91,8%	112,0%	5,1%	-1,1%	55,5%
Performance x IBX	46,9%	24,8%	50,8%	-5,9%	-70,4%	34,1%	14,3%	-68,8%	42,0%	103,1%	81,1%	101,4%	0,0%	-6,5%	52,8%
Performance x Índice de Governança (IGC)	33,6%	11,1%	34,9%	-14,6%	-72,8%	23,6%	6,1%	-70,5%	35,4%	94,3%	73,2%	90,6%	-5,4%	-11,1%	46,1%
Liquidez diária (R\$ Mm)															
1o mês	15,4	11,1	10,6	9,4	13,7	7,3	7,4	0,3	11,7	2,7	7,8	6,7	7,5	4,6	21,2
3os meses	9,0	5,3	7,2	5,5	7,7	5,8	4,8	0,1	5,7	2,8	5,8	6,4	6,3	3,7	18,7
Últimos 30 dias	15,1	9,8	0,1	6,4	3,1	7,2	7,0	0,0	16,3	6,5	28,2	12,2	4,6	6,7	10,8
%n. de dias de pregão abaixo do preço do IPO	0,0%	11,7%	0,0%	32,5%	90,1%	0,0%	0,5%	98,7%	28,8%	8,9%	8,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Múltiplos no IPO															
EV/EBITDA	7,8	7,7	5,68	5,4	6,9	8,2			14,7	3,75	6,1	7,4	6,4	6,3	10,8
P/L	10,6	13,9	12,5	14,9	11,6	22	6,79		29,9	7,2	7,4	17,6	9,6	16,6	24,9

	Nossa	Caixa	Cosan	Tractebel	UOL	Copasa	Vivax	Rossi	Gafisa	Company	TOTVS	Equatorial	ABN	CSU	Brasil	Agro	Lupateck
Operacional																	
Receita Bruta (L12M) - R\$ milhões	6.004	1.960	2.577	531	1.564	304	418	518	156	247	884	434	336				212
EBITDA (L12M) - R\$ milhões		367	1.418	105	568	99	44	65	23	30	189	90	60	56			56
Idade (anos)	88	69	8	9	42	9	44	51	23	22	47	12	14				26
Receita Bruta (CAGR L3Y)	2%	16%	34%	-5%	20%	111%	49%	6%	40%	40%	27%	14%	33%				46%
Receita Bruta (CAGR N3Y)	10%	22%	8%	8%	10%	16%	20%	25%	n/d	18%	13%	n/d	n/d				n/d
Capex (Average L3Y) - R\$ milhões	294	1.678	38	84	1.028	156	1	12	14	16	68	27	70				46
Capex (Average N3Y) - R\$ milhões		1.298	57	47	2.418	174	6	29	n/d	10	123	n/d	n/d				n/d
Pay-out (LTM)	51%	0%	95%	0%	54%	0%	13%	0%	30%	25%	25%	33%	71%				62%
Pay-out (NTM)	25%	0%	95%	0%	0%	0%	25%	n/d	25%	n/d	25%	n/d	n/d				n/d
Usados Recursos:																	
Dívida						14%	11%	5%									
Capital de giro					10%	38%	5%	20%	7%	7%				50%			20%
Capex/Aquisição		100%		100%	90%	48%	84%	75%	93%	93%	100%			50%	100%		80%
Oferta																	
Data	26/10/05	16/11/05	7/12/05	14/12/05	6/2/06	6/2/06	13/2/06	16/2/06	23/2/06	7/3/06	30/3/06	25/4/06	27/4/06	27/4/06	11/5/06		
Nível	NM	NM	NM	Nível 2	NM	NM	NM	NM	NM	NM	Nível 2	NM	NM	NM	NM		
Tamanho (R\$ Milhões)	830	770	923	555	723	470	900	816	245	400	470	480	341	518	429		
Primário		100%		50%	100%	13%	72%	61%	74%	71%	40%	29%	29%	100%	36%		
Secundário	100%		100%	50%		88%	28%	39%	26%	29%	60%	100%	71%		64%		
% da Cia vendido	25%	27%	11%	26%	28%	59%	48%	40%	45%	47%	49%	56%	39%		43%		
Excesso de Demanda Nx (Oversubscription)	10,00	11,00	5,00	13,00	4,00	12,00	7,00	13,00	6,60	6,00	6,50	7,50	8,00	2,00	13,80		
Característica	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A	144-A		
Perfil Vendedores																	
Família/Donos			77%	32%			100%		100%	71%		74%	100%		43%		
Investidor Financ (PE)				68%		100%		100%		12%	100%	26%			42%		
Investidor Institucional/Governo	100%		23%							17%					15%		
Perfil Compradores																	
Local	22%	19%	37%	21%	26%	20%	20%	28%	25%	31%	23%	9%	26%	18%	28%		
Estrangeiro	71%	72%	55%	71%	74%	70%	80%	72%	64%	69%	68%	65%	64%	82%	62%		
PF	7%	8%	8%	8%		10%			11%		10%	26%	10%		10%		
Performance																	
Performance 1o dia	17,6%	15,8%	8,8%	16,7%	4,7%	10,6%	0,0%	29,5%	18,8%	6,3%	17,0%	5,9%	-2,8%	10,0%	6,0%		
Performance desde IPO	41,0%	191,7%	25,8%	-33,8%	-19,1%	20,2%	-26,0%	8,1%	-24,8%	16,9%	-2,8%	-11,8%	-16,7%	14,0%	-2,5%		
Performance x Ibovespa	12,8%	149,0%	13,1%	-39,7%	-18,8%	20,7%	-26,6%	13,6%	-19,0%	19,7%	1,4%	-1,0%	-7,5%	26,5%	6,4%		
Performance x IBX	9,1%	143,3%	10,7%	-41,3%	-18,7%	20,8%	-26,6%	12,5%	-19,6%	18,0%	-0,4%	-1,6%	-10,8%	22,0%	5,0%		
Performance x Índice de Governança (IGC)	6,8%	145,6%	12,1%	-41,2%	-18,2%	21,6%	-24,8%	14,3%	-18,0%	19,8%	1,7%	-0,3%	-10,8%	22,0%	5,3%		
Liquidez diária (R\$ Mm)																	
1o mês	29,7	33,5	19,7	25,2	13,8	13,8	29,6	27,7	7,0	11,2	19,4	13,5	12,7	1,8	12,6		
3os meses	17,6	31,0	12,2	12,4	9,6	10,9	24,7	23,4	6,6	11,2	19,4	13,5	12,7	1,8	12,6		
Últimos 30 dias	6,1	33,2	6,0	5,5	3,2	5,9	15,4	12,6	3,8	11,2	19,4	13,5	12,7	1,8	12,6		
%n. de dias de pregão abaixo do preço do IPO	0,0%	0,0%	0,0%	74,6%	51,1%	0,0%	43,2%	1,4%	32,3%	57,5%	5,0%	59,7%	63,3%	4,5%	31,4%		
Múltiplos no IPO																	
EV/EBITDA		7,6	6,4	22,00	5,3	9,0	18,3	19,2		14,1	5,1	8,6	6,2		10,4		
P/L		29,3	9,9	26,33	9,7	62,55	23,3	31,9		21,9	9,4	13,0	25,8		19,4		

Fonte: Cias, Bancos coordenadores, Economática, Dynamo

Nota Geral: Usualmente, costumamos ajustar os dados operacionais para os itens extraordinários e/ou impactos contábeis relevantes. Desta vez, pela extensão da tabela, as notas explicativas seriam extensas e, assim, preferimos deixar os dados brutos. Só como exemplo, o P/L da Vivax, se ajustado para a depreciação das licenças de tv a cabo e pelo ágio na compra da Canbras seria de 13,4x e não de 62,5x.

Nomenclatura: L12M - Últimos 12 meses; N12M - Próximos 12 meses; CARG L3Y - Taxa de crescimento anual composta dos 3 ans anteriores ao IPO; CARG N3Y - Taxa de crescimento anual composta projetada para os 3 anos subsequentes ao IPO; NM - Novo Mercado

deste recente súbito de IPOs. Apenas uma companhia, a Natura, declarou formalmente em seu prospecto – documento oficial enviado à CVM - razões de natureza institucional para a abertura de capital⁸.

A venda de participações, seja de acionistas estratégicos, do grupo de controle familiar ou de investidores financeiros parece ter tido um importante papel até aqui, como estímulo para as empresas decidirem pela abertura de capital na Bovespa. Nosso mercado tem alcançado sucessivos recordes históricos de preços e volumes; a liquidez tem sido abundante com entrada de recursos externos e participação crescente de pessoas físicas. Prover liquidez para alguns sócios que visam otimizar o perfil de diversificação de seus portfólios é uma motivação perfeitamente genuína e fazê-lo em momentos onde o mercado paga o preço desejado representa, muitas vezes, o desfecho merecido de um ciclo empresarial bem sucedido. Não obstante, não há como negar que este tipo de motivação diminui a atratividade para investidores com o perfil da Dynamo, ainda mais sabendo que, em vários destes casos recentes,

o mercado tem oferecido preços acima daqueles que os investidores estratégicos têm se disposto a pagar. Em tese, empresários com foco de atuação no setor entendem muito mais de seus negócios do que investidores financeiros no mercado, com uma visão de *portfolio* mais dispersa.

IPOs e Mercados

Há muitas evidências documentadas do fenômeno dos chamados mercados aquecidos em IPOs (*hot issues markets*), ou seja, as ofertas iniciais de ações costumam surgir em ciclos, onde os empresários procuram aproveitar janelas de oportunidade do mercado para venderem suas empresas⁹. No lastro das pesquisas do comportamento, alguns estudos associam os movimentos de IPOs aos períodos de excesso de otimismo dos

investidores. Esta mesma linha de pesquisa argumenta ainda que as empresas aproveitam a carona do sucesso de seus antecessores no mesmo ciclo de IPOs. Daí o fenômeno de concentração setorial (*cluster*). É interessante observar que, neste nosso ciclo, já temos quatro empresas na área imobiliária, e outras três estão em análise na CVM. Um exercício de curiosidade mental é o de imaginar qual teria sido o padrão de comportamento deste nosso ciclo de IPOs se ele não fosse inaugurado por empresas de alta qualidade empresarial como Natura, ALL e Gol.

É fato que volume e performance dos IPOs têm andado juntos até agora neste nosso ciclo (gráfico 2). A causalidade desta relação é que não é tão ób-

sinais de arrefecimento. Mas, disso ainda não se teve notícia.

Em Tempo: no momento em que esta Carta estava indo para a gráfica, tivemos notícia que um banco muito ativo nos IPOs teria tomado a decisão de adiar todas as operações que já estariam em seu *backlog*.

Não há nada de condenável neste comportamento, tão próprio ao *animal spirit* sadio da atividade empresarial, de se tentar aproveitar as oportunidades oferecidas pelo mercado. Também não há porque defender um estado de inocência rousseauiana do investidor.

Os participantes em nosso mercado deveriam ser suficientemente maduros para perceber os movimentos cíclicos, bem como os riscos intrínsecos na compra de ações de empresas sem histórico de negociação. Se a hipótese dos mercados eficientes é apenas um constructo teórico, também não presta admitir a teoria de que as empresas são agentes racionais e os investido-

res um bando de ambiciosos distraídos. Por outro lado, a vocação para empresa pública supõe compromissos que exigem disposições mais duradouras do que a simples oportunidade de maximizar patrimônios familiares ou ganhos de capital para as matrizes¹⁰. E, aqui, a linha de fronteira pode não ser tão nítida. Quando as intenções na origem são meramente oportunísticas e efêmeras, a convivência posterior entre os acionistas torna-se uma obrigação insuportável. Já vimos este roteiro antes, herança da época em que inúmeras companhias chegaram à Bovespa motivadas principalmente pelos benefícios fiscais.

A grande diferença agora está na qualidade dos estatutos, adaptados às regras do Novo Mercado ou ao Nível 2 da Bovespa. Trata-se de um avanço subs-

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até março de 2006

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	386,03%	288,34%	167,75%
36 meses	244,19%	262,20%	235,20%
24 meses	104,20%	101,47%	71,37%
12 meses	44,31%	50,41%	42,31%
3 meses	14,45%	13,77%	13,70%

Valor da cota em 31/03/2006 = R\$ 122,967570260

via. A hipótese comportamental propõe que variações nos volumes das novas ofertas decorrem das performances recentes. O gráfico sugere sutilmente uma relação inversa: que o crescimento dos volumes vem sendo acompanhado por aumentos de preços logo a seguir, apontando uma correlação ligeiramente maior para a defasagem de um mês. Uma explicação para esta evidência é o fenômeno conhecido como *underpricing* – como veremos na Carta seguinte – que justifica um padrão de valorização dos IPOs no momento seguinte em que estas ações começam a negociar. Um bom termômetro para se medir a hipótese de que a decisão do IPO depende do desempenho dos preços no mercado são os eventuais adiamentos/cancelamentos de pedidos de registro das ofertas na CVM, que costumam ocorrer quando o mercado dá

(8) Localiza e ALL também mencionaram no período de pré-marketing que fatores institucionais teriam contribuído para a decisão de virem a público, entretanto não chegaram a formalizar esta intenção no prospecto.

(9) Por exemplo, Ibbotson e Jaffe (1975), Pagano, Panetta e Zingales (1995), Ritter (1998), Lowry (2001), Lowry e Schwert (2002). Brau e Fawcett (2004), em sua pesquisa direta com CFOs, também comprovam a tese.

(10) Neste último caso, a percepção de um câmbio valorizado reforça a oportunidade de monetizar recursos.

tancial que deve merecer o crédito de boa parte do sucesso deste novo ciclo de emissões. A tese que vínhamos a tempo sustentando de que a combinação de empresários competentes, com boa reputação, num modelo de sociedade com regras justas para todos os acionistas, observando as melhores práticas de governança corporativa deveria poder captar recursos no mercado a preços competitivos, hoje, é uma realidade irrefutável. Mas, também temos dito que um bom estatuto não conserta um mau negócio, não sustenta avaliações exageradas e nem tampouco endireita intenções oblíquas.

Por outro lado, a boa performance das empresas listadas no Novo Mercado começa a produzir um efeito-demonstração positivo, estimulando e atraindo outras companhias, como por exemplo, Perdigão e Embraer que já anunciaram movimentos de reestruturação societária envolvendo a migração para o melhor nível de governança corporativa da Bovespa.

A despeito da boa qualidade geral das empresas que estão vindo a público formatadas num arranjo societário mais seguro, os investidores devem permanecer atentos e seletivos, pois é pro-

vável que alguns ativos menos interessantes e/ou intenções menos nobres se infiltrem ao longo do ciclo, na carona no sucesso parcial de seus antecessores.

Na próxima Carta, examinamos com mais detalhes se estes IPOs recentes no Brasil seguem os padrões típicos de outros mercados, analisando ainda a mecânica interna destas operações. Com isso, teremos condições de formar uma apreciação mais completa sobre o assunto e sobre a posição relativa da Dynamo nestas ofertas.

Rio de Janeiro, 02.06.2006.

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 411.125.465,53

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: www.dynamo.com.br

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

DYNAMO

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720