

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
ESPECIALIZAÇÃO EM FINANÇAS

**O DESEMPENHO DO PROJETO OGX NA BM&FBOVESPA PARA OS
ACIONISTAS MINORITÁRIOS**

Trajan Fernandes Ellera Gomes
trajanogomes@hotmail.com

Professor Orientador: Guilherme Ribeiro de Macêdo

RESUMO

A migração de investidores da renda fixa para a renda variável trouxe empresas em uma diferenciada etapa de desenvolvimento, a Pré-Operacional, para a BM&FBovespa. Esse movimento também trouxe novos investidores, muitos sem conhecimento econômico, que investiram baseados em analistas e assessores de investimento. Esse estudo de caso busca demonstrar o desempenho no mercado de ações da empresa pré-operacional no ramo de *E&P* de gás e petróleo OGX desde sua *IPO* em 2008, traçando um histórico da perspectiva dos acionistas minoritários que investiram buscando retorno positivo sobre sua aplicação a partir da análise de dados, documentos e notícias relacionadas ao seu desempenho no mercado de capitais brasileiro. Os resultados indicaram um grande prejuízo para os investidores da OGX, tendo este afetado não só seus investidores como o restante da bolsa de valores brasileira. Notou-se também prejuízo na maioria das empresas pré-operacionais que abriram seu capital, ao mesmo tempo em que se percebeu um viés muito otimista na recomendação dos analistas de mercado considerando o período aconselhado.

Palavras-chave: mercado de ações, desempenho, empresas pré-operacionais, recomendações de analistas

**THE OGX PROJECT PERFORMANCE ON BM&FBOVESPA FOR THE
SMALL SHAREHOLDERS**

ABSTRACT

The migration of investors from fixed income to equities brought companies in a different stage of development, Pre-Operative, to BM&FBovespa. This movement also brought new investors, many without economic knowledge, who invested based on market analysts and investment advisors. This case study aims to demonstrate the capital market performance of the pre-operative company in the field of E&P of oil and gas OGX since its IPO in 2008, tracing a history from the perspective of small shareholders who invested seeking positive return on their investments, from the analysis of data, documents and news related to the performance of OGX Petróleo on the Brazilian capital market. The results indicated a significant loss to these investors, affecting not only its investors but the whole Brazilian stock exchange. Losses were also seen on most of pre-operative companies that went public, at the same time that analyst's recommendations had a too optimistic bias.

Keywords: stock market, performance, pre-operative companies, analyst's recommendations

INTRODUÇÃO

Desde a crise financeira mundial em 2008, muitas economias mundiais ainda passam por dificuldades para se recuperar e retomar seu pleno crescimento considerando os níveis atingidos pré-crise. Mas até 2008, ano desta crise financeira, havia uma grande euforia por parte dos investidores no mercado financeiro brasileiro. Naquele momento, considerando as empresas abertas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), tal comportamento por parte dos investidores pessoa física era justificado pelos inéditos resultados que estavam sendo obtidos.

A busca por novas companhias para se investir levou cada vez mais empresas a buscarem financiamento através da abertura de capital, o *IPO (Initial Public Offer)*, ao mesmo tempo em que mais pessoas físicas iniciaram sua participação no mercado financeiro em busca de melhores rentabilidades. Esse estímulo para a captação de recursos no mercado de capitais trouxe também uma leva de empresas em um distinto estágio de desenvolvimento, empresas consideradas Pré-Operacionais.

No cenário que vem se desenvolvendo na economia brasileira desde tal acontecimento, houve uma redução na taxa básica de juros por parte do BACEN (Banco Central do Brasil) para estimular o crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) de nosso país; movimento este que tem servido de catalisador para a migração dos investimentos de renda fixa para renda variável. Assim sendo, inevitavelmente, pessoas sem um conhecimento profundo do funcionamento e dos riscos envolvidos nesse tipo de mercado também começaram a investir na participação de diferentes empresas, tanto no estágio de desenvolvimento operacional quanto pré-operacional.

Uma vez que pequenos investidores se tornaram mais comuns nesse mercado organizado de balcão regulado pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), e que muitos deles poderiam estar operando sem conhecimento micro e macroeconômico, baseado apenas em perspectivas de analistas e assessores de investimento, esse trabalho analisará uma empresa nesse diferenciado estágio comentado acima. Sendo assim, procura-se responder à seguinte questão: qual foi o desempenho no mercado financeiro da empresa pré-operacional do ramo *E&P (Exploration and Production)* de gás e petróleo OGX?

O motivo para a escolha dessa questão é levantar as características intrínsecas a empresas que ainda não se consideram operacionais, de forma a observar se podem ou não existir diferenciados riscos em seu desempenho até que a empresa possa ser considerada madura. Mostrar também que tipo de efeito seus comunicados de evolução tem no mercado se a empresa ainda não possui dados de produção concretos. Trazer informações que possam servir como auxílio na tomada de decisão de pequenos investidores.

Como objetivo geral espera-se demonstrar o desempenho no mercado financeiro da empresa pré-operacional no ramo *E&P* de gás e petróleo OGX. Para o alcance do objetivo geral proposto será necessário cumprir outras etapas intermediárias, tais como a análise do retorno de investimentos em empresas escolhidas com base em orientação externa, levantar o desempenho de empresas pré-operacionais sem pré-investimento e identificar possíveis efeitos do desempenho da OGX no restante do mercado financeiro.

No capítulo 1 será evidenciada uma análise teórica que busca inicialmente conceituar o tema de investimentos e seus riscos, considerando também o ambiente deste estudo, que é o mercado de ações e o estágio de desenvolvimento da empresa estudada. Foi proposta então a metodologia para realização de tal exercício no capítulo 2, identificando as etapas seguidas para alcançar os objetivos estabelecidos. Desenvolvida a metodologia, o capítulo 3 é composta pela descrição do caso,

considerando as características da organização, mercado de atuação, o desenvolvimento de seu negócio e o seu desempenho na BM&FBovespa. No capítulo 4 foram feitas as análises dos dados coletados, a fim de organizá-los para responderem os objetivos propostos nesta introdução. O capítulo 5 apresenta as considerações finais deste estudo, sendo então seguido pelas referências utilizadas.

1 O MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO E A OGX

A seguir será apresentada uma construção teórica com conceitos necessários para se abordar a relação da OGX Petróleo com o mercado de ações da BM&FBovespa. Dessa forma, esta seção trata de conceituar os ativos financeiros como investimento, focando o mercado de ações por ser o objeto desse estudo. Também serão analisados os riscos a que estavam sujeitos tanto os investidores quanto a própria empresa, considerando sua operação desde o estágio pré-operacional até tornar-se operacional, e a oferta pública inicial de ações realizada. Finalmente serão detalhados os requisitos para que uma empresa com ações negociadas na BM&FBovespa possam constar no Índice Bovespa (Ibovespa).

Ativo Financeiro

A capacidade produtiva da economia de uma sociedade determinará a sua riqueza, e composta pelas mercadorias e serviços que seus membros conseguem criar. Pode-se medir essa capacidade em função dos ativos reais que a economia possui: terras, imóveis, máquinas e o conhecimento que são intrinsecamente necessários para esta produção (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Mas assim como existem ativos reais, e capazes de produzir riqueza, existem também ativos os financeiros, como ações e títulos de dívida. Estes não contribuem para a diretamente para a capacidade produtiva da economia, são pedaços de papel, ou atualmente, informações em um banco de dados de computador. São garantias pelas quais cidadãos de economias desenvolvidas podem ter posse sobre ativos reais. Estes ativos virtuais criam direitos sobre as receitas geradas pelos ativos reais (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Ativos financeiros definem a alocação da renda ou riqueza entre os investidores, ele cria a possibilidade dos cidadãos escolherem entre consumir sua riqueza hoje ou investi-la para o futuro. Se quiserem investir para o futuro, podem-se colocar suas riquezas em ativos financeiros comprando diferentes títulos. Com a compra desses títulos de companhias, as empresas utilizam esse dinheiro captado para pagar pelos ativos reais necessários ao seu negócio. Assim sendo, o retorno obtido pelo investidor com os títulos adquiridos advém da receita produzida pelos ativos reais financiados com a emissão desses títulos (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Investimento

Seguindo a definição básica do dicionário Houaiss, investimento é aquilo que se adquire porque permitirá realizar um trabalho com custo menor, de forma mais eficiente, ou porque se valorizará com o tempo. É um compromisso criado com dinheiro ou outros recursos em uma expectativa de colher benefícios maiores no futuro. O motivo que uma pessoa teria para comprar ações de uma empresa é a previsão que os

rendimentos futuros compensarão tanto o risco como o tempo em que o dinheiro ficará comprometido neste investimento (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Todo o ativo, tanto real quanto financeiro envolve algum risco. A negociação de ativos financeiros no mercado de capitais possibilita que o risco inerente a esse investimento seja assumido pelo investidor que estiver mais disposto a arriscar.

Quando se faz um investimento o investidor está buscando um retorno positivo no futuro, mas o grande motivo de preocupação é que esse retorno raramente pode ser previsto com precisão. Dificilmente o retorno efetivo não se desviará do retorno esperado, este, previsto no início do período de investimento. (BODIE; KANE; MARCUS, 2010)

Risco

Risco pode ser definido como a volatilidade resultante de cenários inesperados (JORION, 2001). Há diferentes tipos de risco aos quais se podem ter exposição, e eles irão se diferenciar de acordo com o ambiente que está sendo estudado.

De forma específica ao trabalho, serão contextualizados quatro tipos de risco, sendo eles:

(I) Risco de Crédito: risco de uma contraparte não honrar compromissos oriundos de obrigações contratuais.

(II) Risco de Liquidez: este risco pode se traduzir de duas formas; risco de liquidez de mercado e risco de liquidez de fluxo de caixa (*funding*). O primeiro é a possibilidade de perda pela incapacidade de realizar uma transação em tempo razoável e sem perda significativa de valor. O segundo está associado à possibilidade de falta de recursos para honrar os compromissos assumidos.

(III) Risco de Mercado: risco de perdas ocasionadas pelo comportamento do câmbio, preços das ações, taxas de juros e preços de commodities.

(IV) Risco Operacional: risco de perda resultante de falhas ou inadequações em processos internos, sistemas, pessoas ou eventos externos.

Também, deve-se considerar que estes riscos podem interagir entre si, de forma a tornar arbitrária qualquer classificação (JORION, 2007).

Considerando o processo de investimento, ele iniciará com o entendimento das necessidades do investidor (BERNSTEIN; DAMODARAN, 2000), onde cada pessoa possui uma preferência única pelo risco, indo da aversão ao apetite. Este processo, no âmbito financeiro, é regulado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), onde todo investidor deve ter seu perfil de risco mapeado através de um questionário padronizado.

Esta primeira etapa para um investidor é tão importante quanto para um gestor de investimentos. Em toda decisão de investimento é fundamental esclarecer como o risco será medido, como será recompensando, e quanto risco deve-se assumir (DAMODARAN, 1997).

Estágio Pré-Operacional

São "pré-operacionais" as despesas necessárias à organização e implantação da empresa ou "pré-industriais" as despesas necessárias à ampliação de empreendimentos industriais da empresa, inclusive as de cunho administrativo, pagas ou incorridas até o início de suas operações ou plena utilização de suas instalações (Parecer Normativo Coordenador do Sistema de Tributação nº 72/1975). A despesa pré-operacional pode ocorrer em duas fases da atividade empresarial: antes do início das atividades da empresa e, posteriormente, pela implantação de novos projetos, representada a despesa pré-operacional pelo custo antecipado de cada etapa que for sendo implantada (Pareceres Normativos CST nºs 72/1975 e 110/1975).

Todas as despesas necessárias à organização e implantação ou ampliação da empresa, inclusive aquelas de cunho administrativo, são consideradas como despesas pré-operacionais (inciso II do art. 325 do Regulamento do Imposto de Renda, 1999). Conforme o parágrafo 68, alínea do Pronunciamento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis 04 (Ativo Intangível) gastos pré-operacionais devem ser reconhecidos como despesa quando incorridos:

"(a) gastos com atividades pré-operacionais destinadas a constituir a empresa (ou seja, custo do início das operações), exceto se estiverem incluídas no custo de um item do Ativo Imobilizado. O custo do início das operações pode incluir custos de estabelecimento, tais como custos jurídicos e de secretaria, incorridos para constituir a pessoa jurídica, gastos para abrir novas instalações ou negócio (ou seja, custos pré-abertura) ou gastos com o início de novas unidades operacionais ou o lançamento de novos produtos ou processos;"

O ciclo de vida de uma empresa tem duas fases: Pré-operacional e Operacional. Na primeira, os ativos e a estrutura da empresa não estão prontos para gerar receita, o momento é de investimentos. Há setores como o de petróleo em que esta fase é extensa e realmente leva tempo para a empresa começar a gerar receita e andar com as próprias pernas. A incerteza é alta nessa fase, onde há dúvidas se realmente a empresa conseguirá se estabelecer. Já na segunda, há uma estrutura definida e os ativos da mesma têm capacidade de gerar receitas, ainda que isso não signifique gerar caixa ou lucro.

Mercado de Ações

Uma ação representa a menor participação do capital próprio de uma sociedade por ações. É através deste mercado, pela venda direta de participação no seu patrimônio líquido - o capital próprio inicial acrescido (reduzido) dos lucros (prejuízos) acumulados - representado por suas ações, que as sociedades anônimas captam recursos necessários para seu desenvolvimento, se comprometendo a remunerar seus acionistas em função do valor aplicado e de seus resultados futuros. As ações podem ser ordinárias, com direito a voto, ou preferenciais, com preferência sobre os lucros a serem distribuídos aos acionistas, seja na forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio (FORTUNA, 2011).

Embora autônomas, as bolsas operam sob supervisão da CVM, fiscalizando os respectivos membros e as operações nelas realizadas. A bolsa de valores, em síntese, é um local especialmente criado e mantido para negociação de valores mobiliários em mercado livre e aberto (FORTUNA, 2011).

Oferta Pública Inicial de Ações (*Initial Public Offer - IPO*)

As empresas precisam abrir o seu capital para ter ações negociadas em bolsa. A legislação já define como "Companhia Aberta" aquela que pode ter seus valores mobiliários (ações, debêntures, notas promissórias, etc.) negociadas de forma pública. Para se chegar a condição de Companhia Aberta, é necessário que sejam cumpridas as exigências disciplinadas pela Lei nº 6404/76 (Lei das S.A.) e ter registro de Companhia Aberta na CVM (BM&FBovespa).

As ofertas públicas, uma vez que envolvem a captação de poupança pública, são disciplinadas por lei e regulamentadas pela CVM. Isto se dá pela intenção de permitir que todos os investidores participem da oferta em igualdade de condições, e que possam tomar suas decisões de investimento de forma consciente.

Uma 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. Essa operação pode ocorrer por meio de uma distribuição primária, de uma distribuição secundária ou de uma combinação entre as duas (FORTUNA, 2011).

Na distribuição primária, a empresa emite e vende novas ações ao mercado. No caso, o vendedor é a própria Companhia e, assim, os recursos obtidos na distribuição são canalizados para o caixa da empresa. Além disso, quando a empresa está realizando a sua primeira oferta pública, quando está abrindo o seu capital, a oferta recebe o nome de oferta pública inicial ou *IPO* (do termo em inglês, *Inicial Public Offer*). Quando a empresa já tem o capital aberto e já realizou a sua primeira oferta, as emissões seguintes são conhecidas como ofertas subsequentes ou, no termo em inglês, *follow on* (CVM).

Por sua vez, em uma 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, ele é que receberá os recursos, e não a empresa.

Independentemente de a distribuição ser primária ou secundária, a empresa amplia o seu quadro de sócios com os compradores das ações. Os investidores passam então a serem parceiros e proprietários de um pedaço da empresa.

Índice Bovespa (Ibovespa)

O mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado brasileiro de ações, que retrata o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBovespa. O Ibovespa é um índice que representa uma carteira teórica de investimentos a qual é composta por ações que atendam, nos 12 meses anteriores à sua formação, cumulativamente, os seguintes requisitos:

- (I) estar entre as ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- (II) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- (III) estar presente em mais de 80% do total de pregões do período.

A participação de cada ação na carteira tem relação direta com a representatividade desse título no mercado à vista - em termos de número de negócios e volume financeiro - ajustada ao tamanho da amostra. Essa representatividade é obtida pelo índice de negociabilidade da ação, calculado pela seguinte fórmula (BM&FBovespa):

$$IN = \sqrt{\frac{ni}{N} * \frac{vi}{V}}$$

Onde:

IN = índice de negociabilidade

ni = número de negócios com a ação "i" no mercado à vista (lote-padrão)

N = número total de negócios no mercado à vista da BOVESPA (lote-padrão)

vi = volume financeiro gerado pelos negócios com a ação "i" no mercado à vista (lote-padrão)

V = volume financeiro total do mercado à vista da BOVESPA (lote-padrão)

Fonte: BM&FBovespa

Sendo assim, quanto maior o número de negócios e o volume financeiro negociado com as ações de determinada companhia, maior será seu índice de negociabilidade. Dessa forma, a representatividade de uma determinada empresa na carteira do Ibovespa cresce de acordo com o aumento de negociações dos seus papéis no mercado à vista.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, a partir da análise de dados, documentos e notícias relacionadas ao desempenho da empresa OGX Petróleo no mercado financeiro brasileiro desde sua *IPO* em 2008. Esse estudo de caso busca traçar um histórico da perspectiva dos acionistas minoritários, ou pequenos investidores, que investiram nessa empresa buscando retorno positivo sobre sua aplicação. Gil (1999) comenta que pesquisas desse tipo têm como objetivo primordial descrever características de determinada população ou fenômeno.

Almejou-se nesta pesquisa levantar características conhecidas que compõe o caso (SANTOS, 2004), buscando-se uma análise suficiente para identificar diferenças e semelhanças, de forma a apresentá-las na forma de resultados (OLIVEIRA, 2011). Não houve interferência do pesquisador sobre os fatos observados, registrados, analisados e classificados (ANDRADE, 2008).

Dentre as análises realizadas, a oscilação do preço dos papéis da empresa na BM&FBovespa foi escolhida por ser um fator comum com outras empresas de Capital Aberto negociadas na bolsa de valores, e também por refletir o retorno obtido por investidores que adquiriram ações quando de sua oferta pública ao mercado, ou ao longo do amadurecimento do negócio. Esta oscilação foi acompanhada pelo site de informações sobre mercados financeiros ADVFN (<http://br.advfn.com/>). Uma das características mais significativas nesse tipo é pesquisa é exatamente utilizar técnicas padronizadas de coletas de dados (GIL, 1999).

A pesquisa documental que foi adotada assemelha-se à uma pesquisa bibliográfica, mas diferentemente desta, que busca utilizar-se de diversos autores especialistas em determinado tema, a pesquisa através de documentos valeu-se de materiais que ainda não haviam recebido tratamento analítico profundo, ou que podem ser reelaborados de acordo com o objetivo da pesquisa (GIL, 1999). Ambas seguem os mesmo passos - a exploração das fontes documentais - que podem ser separadas entre documentos de primeira mão, que não receberam qualquer tratamento analítico, tais

como: documentos oficiais, gravações, etc.; e documentos de segunda mão, que de alguma forma já foram analisados, tais como: relatórios de pesquisa, relatórios de empresa, tabelas estatísticas, etc. (GIL, 1999).

Através dessa pesquisa documental, tanto de documentos de primeira quanto de segunda mão, pode-se chegar a um levantamento de outras empresas em estágio pré-operacional que buscaram a captação no mercado e identificar o retorno que os investidores obtiveram nelas. Posteriormente, avaliou-se um possível viés na recomendação de analistas de mercado através da análise de diversas empresas que realizaram *IPO* entre os anos de 2004 e 2011, sendo este realizado com documentos de segunda mão que contemplavam um estudo iniciado em 2010 e atualizado em 2013 pela gestora de recursos Rio Bravo. Finalmente, foi possível mensurar o impacto que a queda das ações do grupo EBX, originados pelos expressivos maus resultados obtidos pela empresa OGX, tiveram em todo o mercado de ações brasileiro; percebendo que não só os acionistas da empresa tiveram seus retornos prejudicados, assim como todo o restante desse mercado.

O estudo de caso realizado foi uma investigação empírica de um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real (YIN, 2010). É importante ressaltar também que por estes motivos os estudos de caso podem sofrer de uma falta de rigor metodológico (GIL, 1999), sendo assim necessário redobrar os cuidados quando da análise dos dados.

Também é uma realidade que o fato de se estudar um único caso gera uma base muito frágil para generalização. No entanto, o propósito desse estudo não foi gerar conhecimento sobre as características de uma população através de procedimentos estatísticos (GIL, 1999); o real objetivo é fornecer conhecimento aprofundado de uma realidade delimitada para que os resultados atingidos possam servir para o encaminhamento de outras pesquisas (TRIVIÑOS, 1995).

O método qualitativo adotado difere do quantitativo à medida que não foi empregado um instrumento estatístico como base do processo de análise do problema (RICHARDSON, 1999). Buscou-se explorar as características de um indivíduo e um cenário que não pode ser facilmente descrito numericamente (MOREIRA; CALEFFE, 2006).

3 DESCRIÇÃO DO CASO

A Empresa

Com mais de 6 mil funcionários a OGX é responsável pela maior campanha exploratória privada no Brasil, possuindo um portfólio composto por 26 blocos exploratórios no Brasil, nas Bacias de Campos, Santos, Espírito Santo, Pará-Maranhão e Parnaíba, e 5 blocos exploratórios terrestres na Colômbia nas bacias de Cesar-Ranchería e Vale Inferior do Madalena. A área total de extensão dos blocos é de aproximadamente 4.600 km² em mar e cerca de 36.700 km² em terra, sendo 24.500 km² no Brasil e 12.200 na Colômbia. Através de uma colocação privada de ações realizada em Novembro de 2007, captando aproximadamente US\$ 1,3 bilhão, o que forneceu recursos para a participação na Nona Rodada de Licitação da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), adquiriu o direito de concessão de 21 blocos exploratórios nas bacias de Santos, Campos, Espírito Santo e Pará-Maranhão, totalizando cerca de 6,4 mil km².



Figura 1 - Blocos de exploração concedidos à OGX.
Fonte: RI OGX

Em Março de 2008 contratou, para a avaliação de seus recursos potenciais, a DeGolyer & MacNaughton (D&M), empresa de consultoria em certificação de reservas no setor de petróleo e gás natural com mais de 70 anos de experiência. Este estudo, tendo como base dados sísmicos, indicou que os 22 blocos exploratórios da companhia (Figura 1) possuíam Recursos Potenciais Riscados estimados em média de 4,8 bilhões de barris de óleo equivalente (boe), considerando uma probabilidade média de sucesso de 27%.

Após a aquisição e interpretação dos novos dados sísmicos e dos sete blocos terrestres na Bacia do Parnaíba, em Novembro de 2009, um novo estudo foi feito pela D&M, certificando os Recursos Potenciais Riscados Líquidos em 6,7 bilhões de boe, considerando uma probabilidade de sucesso de 34,5%, e os Recursos Contingentes em 141 milhões. A empresa possui dados sísmicos de todos os blocos exploratórios marítimos e todos os equipamentos e serviços essenciais contratados para a campanha de exploração da companhia, contando atualmente com dez sondas de perfuração, sete embarcações e dois helicópteros, além de uma base portuária na cidade do Rio de Janeiro.

Estreia na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa)

Entre os principais dados fornecidos para a tomada de decisão por parte dos possíveis investidores minoritários, estavam o relatório dos analistas do coordenador líder da emissão, e o prospecto de investimento publicado pela própria companhia. O retorno projetado sobre as ações da empresa, nos próximos 12 meses à estréia, pelos analistas do UBS Pactual, coordenador líder, era de 141%, um valor que poderia ser considerado otimista num período de 1 ano.

Havia também alguns importantes fatores de risco a serem considerados pelos futuros acionistas, riscos os quais foram projetados no Prospecto Definitivo de Distribuição Pública da OGX, publicado em 11 de Junho de 2008 na CVM:

1) Endividamento: *"Pretendemos financiar nossos futuros dispêndios de capital com os recursos obtidos através desta Oferta (abertura de capital), com o fluxo de caixa das operações e com contratos de financiamento futuros, que poderão incluir formas de financiamento de capital que diminuam a participação dos nossos acionistas. Nosso fluxo de caixa das operações e acesso ao capital estão sujeitos a uma série de variáveis. (...) Se deixarmos de gerar ou de obter capital adicional suficiente no futuro, poderíamos ser compelidos a reduzir ou postergar nossos desembolsos de capital, vender bens ou reestruturar ou refinarar nosso endividamento, o que poderia afetar adversamente os resultados de nossas operações e nossa situação financeira."*

2) Falta de Caixa: *"Não temos histórico operacional e nosso desempenho futuro é incerto. A KPMG incluiu um parágrafo em seu relatório indicando que nos encontramos em fase pré-operacional e somos dependentes do suporte financeiro de nossos acionistas e/ou terceiros até que nossas operações se tornem rentáveis. (...) Podemos enfrentar desafios e incertezas no planejamento financeiro devido à ausência de dados históricos disponíveis e às incertezas relativas à natureza, ao escopo e aos resultados das nossas atividades futuras. Caso um ou mais de nossos projetos deixem de ser concluídos, se atrasem ou sejam cancelados, nossos resultados operacionais serão afetados de modo adverso e nossas operações diferirão significativamente das atividades descritas neste prospecto."*

3) Estimativas dos Recursos: *"Nossas estimativas de potenciais recursos de petróleo e gás natural envolvem um grau considerável de incerteza, que poderia afetar de modo adverso nossa capacidade de gerar receita. (...) Um risco inerente aos recursos potenciais estimados é a possibilidade de que nenhum poço seja considerado como recurso potencial economicamente viável. Esta possibilidade de não encontrar reservas é intrínseca ao nosso portfólio. Revisões, em nossas previsões, que indiquem uma redução em nossas estimativas de potenciais recursos poderão ocasionar, no futuro, uma redução nos níveis das projeções previstas, o que poderia acarretar um efeito adverso relevante em nossos resultados de operações e em nossa situação financeira. (...) Nossos recursos potenciais riscados indicados neste prospecto consideram uma probabilidade média de sucesso de 27%. No entanto, a nossa equipe de exploração, enquanto atuava na Petrobras, obteve um índice médio de sucesso de 53% nos últimos 4 anos."*

4) Atrasos: *"Além do risco de interrupção do processo de leilão público da ANP, poderemos ficar expostos, de modo desproporcional, ao impacto dos atrasos ou das interrupções da produção dos poços nas bacias licitadas, acarretado por restrições à capacidade de transporte, pela redução da produção ou pela interrupção do transporte de petróleo e gás natural produzidos em nossos campos. Além disso, condições de mercado desfavoráveis ou a ausência de acordos satisfatórios para o transporte de petróleo e gás natural poderão dificultar nosso acesso aos mercados de petróleo e gás natural ou atrasar a produção. (...) O cronograma de desenvolvimento dos projetos de petróleo e gás natural está sujeito a atrasos e ao estouro de custos (orçamento), devido*

à indisponibilidade ou o alto custo das plataformas de perfuração, dos equipamentos, dos suprimentos e da mão de obra e dos serviços nos campos de petróleo."

A OGX acabou sendo a primeira empresa em estágio pré-operacional do setor petrolífero a ser listada em bolsa. Sua estréia se deu em 13 de Junho de 2008, pouco menos de um ano após a criação da empresa em Julho de 2007. Este IPO foi o maior em valores da história brasileira até então, superando a Bovespa Holding que havia levantado R\$ 6,6 bilhões, captando o montante de R\$ 6,7 bilhões.

Foram ofertadas 5.934.273 ações ao preço de R\$ 1.131 cada, e a demanda ainda foi dez vezes superior a oferta. Este otimismo na estréia colocou a OGX no ranking das 20 maiores empresas de capital aberto do país, ocupando a 12ª colocação com valor de mercado estimado em R\$ 35 bilhões.

Evolução do Projeto

Apesar da volatilidade e queda no preço das ações em 2008 devido à crise internacional, as operações da empresa continuaram seu desenvolvimento à fim de atender a meta de perfuração estipulada a seus investidores. Meta a qual foi alcançada em Setembro de 2009, quando a OGX perfurou o poço Vesúvio nas águas da Bacia de Campos. Já em seu primeiro poço a empresa se mostrou muito otimista, em Outubro de 2009 foi anunciado em comunicado ao mercado que o mesmo poço Vesúvio teria potencial de produção de 500 milhões até 1,5 bilhões de boe.

A OGX estava naquela época entre as empresas mais líquidas da Bovespa, com o aumento intenso de negociações desde Agosto de 2009, por conta do início das perfurações dos campos de petróleo e das novas descobertas. Assim, de forma a tornar mais acessível o papel aos pequenos investidores, no dia 18 de Dezembro de 2009, em Assembléia Geral Extraordinária dos acionistas, foi aprovado o desdobramento das ações ordinárias por meio do qual cada ação ordinária existente passou a corresponder a 100 (cem) ações da mesma classe. As ações passaram a ser negociadas na BM&FBovespa na forma "ex-desdobramento" a partir do dia 21 de Dezembro de 2009. E a partir desta mesma data, foi permitida a negociação das ações em lote fracionário.

A medida tinha como objetivo tornar o papel mais acessível ao pequeno investidor. Na data da decisão, cada ação valia R\$ 1.580,00 e a negociação era feita apenas em lote de cem papéis, sem mercado fracionário. Desta forma, o investidor precisava desembolsar pelo menos R\$ 158 mil para operar o papel. Com o desdobramento, o papel passou a valer R\$ 15,80, e um lote seria equivalente a R\$ 1.580,00.

Com o forte volume operado desde seu desdobramento, em 4 de Janeiro de 2010 a empresa passou a integrar a carteira teórica do Ibovespa, a inclusão de seus papéis no Ibovespa trouxe um aumento de liquidez para a ação, dado que este índice é utilizado como referência na composição das carteiras de fundos de investimento de diferentes instituições e/ou de investidores individuais. O peso da OGXP3 no Ibovespa, com base na carteira em vigor naquela data, era de 0,87%, ocupando a 34ª posição entre os 63 ativos presentes no índice.

Naquele momento, a entrada nesse índice era um reflexo da bem sucedida execução de seu plano de negócios, com o cumprimento dos objetivos previamente definidos – entre os quais o início da perfuração de seis poços em 2009 – e importantes descobertas de petróleo, o que aumentou a confiança dos investidores em relação ao

potencial retorno do investimento e à liquidez das ações. Em Dezembro de 2009, o volume financeiro diário médio era de aproximadamente R\$ 293 milhões.

Em Janeiro de 2010, poucos meses depois de começar a furar os poços, Eike fez uma otimista previsão num documento ao mercado: "Com os resultados de nossas perfurações até o presente, fomos capazes de revelar uma nova província no sul da Bacia de Campos e quebrar paradigmas (...). Agora nos preparamos para uma nova fase na história da OGX, que buscará atingir a produção de 1,4 milhões de barris por dia em 2019". Ou seja, previa, em dez anos, alcançar o resultado que a Petrobrás obteve depois de cinco décadas.

O otimismo continuou ao longo do ano ao mesmo tempo em que eram feitos novos anúncios ao mercado, o próximo grande comunicado ocorreu em Abril de 2010. A empresa anunciou que em função das recentes descobertas nos blocos exploratórios da companhia, ela estava estudando a possibilidade de venda de uma participação minoritária em alguns blocos num processo de *farm-out*, o que se configura numa estratégia de monetização já adotada por outras empresas no grupo EBX e na própria indústria do petróleo. Em declaração do próprio Eike: "Eu sei enxergar diamantes não polidos. A OGX tem hoje 1 trilhão de dólares de valor em petróleo (...). E nós sim estamos nos preparando para vender um pedaço pequeno, 20%, para fazer uma mega monetização para os investidores de novo entenderem como se cria riqueza nessa área de recursos naturais"

No mês de Agosto, nova descoberta, a presença de gás natural nos blocos da bacia terrestre do Parnaíba, perfuração a qual foi então interrompida para novos estudos e estatísticas de produção. Até Outubro, a empresa já havia perfurado 22 poços em todo o país, e anunciou a localização de petróleo em outros de seus blocos na Bacia de Campos, os quais já somavam 15 descobertas naquele momento.

As novas descobertas inclusive surtiram efeito sobre as negociações de venda da participação minoritária, pois a empresa ainda precisava de uma reanálise de suas reservas para negociar um favorável acordo. A empresa também afirmou que teria caixa suficiente para suprir suas necessidades de desenvolvimento planejadas até 2013, onde o restante do caixa necessário seria advindo da venda de participações em blocos operados pela empresa no Brasil.

Deu-se então, em Fevereiro de 2011, a conclusão de perfuração do primeiro poço produtor de petróleo, Waimea. A OGX informa que o poço horizontal continha óleo pesado, de 20° API, que não está nos melhores padrões de comercialização, mas confirma que a vazão seria extraordinária: até 40 mil boe por dia. A empresa estima para o 2° semestre daquele ano a estabilidade do poço e de sua produção para ela enfim se tornar comercial.

No próximo mês, Março, foram firmados os contratos de concessão para os cinco blocos exploratórios adquiridos na Colômbia. A expectativa era grande pois os blocos se aproximavam da fronteira com a Venezuela e do contexto geológico da Bacia de Maracaibo, região produtora de petróleo do país vizinho.

Desde o fechamento mínimo de R\$ 2,54 alcançado na crise de 2008, as ações da empresa estavam sendo negociadas em 15 de Abril ao valor de R\$ 19,65, apresentando rentabilidade de 673,6% (Figura 2).



Figura 2 - Desempenho das ações entre 13 de Junho de 2008 até 15 de Abril de 2011.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Problemas Operacionais

O primeiro golpe no valor das ações ocorreu em 18 de Abril de 2011, onde os papéis terminaram o dia com uma desvalorização de 17,25% negociados a 16,26 reais, onde o desempenho foi motivado pela percepção negativa do mercado sobre um relatório que atualizou as reservas da empresa. O documento, produzido pela certificadora D&M, elevou as reservas da OGX de 6,8 bilhões para 10,8 bilhões de boe. O problema é que parte do mercado esperava um número maior, enquanto outra conseguiu enxergar na análise motivos para continuar otimista.

Em relatório emitido pelo banco BTG Pactual, por exemplo, tratando das novas estimativas calculadas, a instituição esperava recursos contingentes de 4 bilhões de boe, enquanto a D&M apresentou 3 bilhões de boe e outros 6,5 bilhões de barris prospectivos. O restante foi classificado como de “delineação”.

Um dos principais pontos observados foi a avaliação dos recursos contingentes e o nível de incertezas atribuído para eles. A D&M utiliza uma escala que vai de 1C (maior probabilidade) até 3C, e os resultados trouxeram mais recursos 3C do que 2C, o oposto do esperado. Além disso, a certificadora conferiu o nome de “delineação” aos recursos entre os considerados contingentes e prospectivos.

Há uma grande diferença entre descobrir petróleo no fundo do mar e conseguir extraí-lo em escala comercial para gerar caixa e cobrir os custos. O mercado começou (mesmo que, num primeiro momento, de forma especulativa) a questionar a capacidade operacional da OGX muito em razão dos maus números que sua prima MMX estava apresentando. Considerando que o acionista majoritário, Eike Batista, veio da mineração, e sua empresa do ramo não está indo bem, o que se poderia esperar de uma empresa que não é do ramo original dele.

Repercutindo o efeito da significativa queda de valor da empresa e pelas novas desconfianças que começaram a surgir no mercado, em Maio de 2011 três das mais reconhecidas agências de rating do mercado; *Fitch*, *Moody's* e *Standard & Poor's* se posicionaram e classificaram a OGX:

- Moody's: B1

- Fitch: B+

- S&P: B

Fonte: Agências de *Rating*

No qual o *rating* B essencialmente indica: ativo especulativo e de baixa qualidade. Daquele momento em diante, mesmo que não correlacionadas com estas classificações, houve novas desvalorizações do seu papel.

Os problemas não se resumiam apenas a localização de petróleo nunca antes prospectado e ao desenvolvimento de sua produção. No início de Outubro de 2011, por exemplo, o primeiro navio da empresa dedicado à produção, armazenamento e transporte de óleo e gás (FPSO OSX-1) aportou no Brasil advindo de Cingapura, e acabou embargado pelo Ministério do Trabalho por não atender a normas de segurança; permanecendo então retido em estaleiro do Rio de Janeiro até a correção das mesmas. Com um custo diário de US\$ 263 mil pelo seu aluguel da OSX, o navio foi liberado somente no dia 10 de Janeiro de 2012 quando partiu então para a Bacia de Campos.

Após diversos atrasos em sua data inicial de produção ao longo de 2011, justificado pelo seu CEO, Paulo Mendonça, como uma estratégia para postergar o início de seu usufruto da concessão até que a companhia estivesse em plenas condições de atuar em capacidade total. Em Janeiro de 2012 se deu o início do Teste de Longa Duração (TLD), e em Abril do mesmo ano os primeiros números operacionais do poço Waimea (atual Tubarão Azul) vieram e foram bastante desanimadores, onde havia uma expectativa de produção de 20 mil boe por dia, já revisados na apresentação dos resultados do 2T2011 da projeção inicial de 40 mil boe, o resultado médio apresentado foi de 11 mil.

Outro estopim que disparou a onda de vendas das ações foi um comunicado divulgado em 26 de Junho de 2012. Nele, a petrolífera informava que a produção do campo de Tubarão Azul seria estabilizada em 5 mil boe, número ainda inferior à média de produção de 11 mil boe por dia anunciados pela própria empresa em Abril. Foi o sinal para o início da derrocada: no dia seguinte as ações fecharam com queda de 25%, e os bancos HSBC, Itaú BBA e J.P. Morgan rebaixam seus preços alvo da ação. O mercado se decepcionou e as ações desabaram, houve uma mudança no cargo de CEO e a empresa passou a ser vista com extrema desconfiança (todas as empresas X sofreram).

Ao observar a ação ordinária da petroleira OGX fechar na menor cotação desde Janeiro de 2009, com uma queda de quase 8%, o empresário Eike anunciou que subscreveria até US\$ 1 bilhão, a R\$ 6,30 por ação, a qualquer momento até 30 de Abril de 2014 caso a OGX precise de capital e não encontre condições mais favoráveis no mercado. "Ao conceder essa opção, enfatizo a minha confiança na qualidade do corpo técnico e ativos da companhia, bem como nas novas oportunidades que o setor de óleo e gás oferece à OGX", disse, em nota, Eike, acionista controlador e presidente do conselho de administração.

No ano de 2013 os números decepcionam novamente com a produção ainda estável em 5 mil boe por dia, onde o mercado já esperava uma evolução desta quantia frente às antigas projeções feitas pela empresa. Como forma de comparação, há alguns poços maduros da Petrobrás (com mais de 40 anos de idade) que produzem esta mesma quantidade. A desconfiança se mostrou pelo derretimento das ações, e a dúvida agora é se o caixa da empresa conseguirá sustentar os planos de investimento e o pagamento de suas dívidas.

Em 1º de Julho deste ano, a empresa sofreu seu maior derretimento de valor em um único dia até então. As ações da OGX despencaram 29,11% depois da declaração de

que não existe tecnologia para viabilizar o início da produção nos campos de Tubarão Areia, Tubarão Gato e Tubarão Tigre, na Bacia de Campos. Após estudos mais aprofundados em seus poços, foi descoberta uma intensa compartimentalização e descontinuidade desses reservatórios, o que comprometeria a produtividade dos mesmos. Assim, todas as projeções anteriores, tanto de reservas quanto de produção deveriam ser desconsideradas. Além disso, produção dos atuais poços em operação poderia acabar ao longo de 2014.

O papel atinge seu fechamento mínimo histórico de R\$ 0,39 no dia 3 de Julho, e acumula desde 15 de Abril de 2011 (R\$ 19,65) até 15 de Agosto de 2013 (R\$ 0,68) uma desvalorização de 96,5% (Figura 3). Também em Julho recebe *downgrades* das agências de *rating*:

- Moody's: Ca
- Fitch: CCC
- S&P: CCC-

Fonte: Agências de *Rating*

Os quais indicam: ativo extremamente especulativo com provável default.



Figura 3 - Desempenho das ações entre 15 de Abril de 2011 e 15 de Agosto de 2013.

Fonte: Elaborada pelo autor.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Quando uma empresa “pré-operacional” faz um *IPO*, ou seja, capta dinheiro no mercado, o faz literalmente para “se construir”; o preço pago neste ato é muito mais baseado numa expectativa do que a empresa possa vir a ser no futuro do que no valor real de seus ativos. Já uma empresa operacional faz um *IPO* para, entre outros motivos, levantar fundos para um plano de expansão ou porque o(s) dono(s) não está(ão) conseguindo estabelecer um plano de sucessão satisfatório e abre o capital para empregar melhores práticas de governança corporativa, transparência, etc. De qualquer

forma, o peso da “expectativa futura” no preço da ação numa empresa operacional (apesar de relevante) é menor do que numa empresa pré-operacional.

Com a forte demanda por ações de companhias brasileiras, os bancos de investimentos ofereceram companhias ainda em estágio pré-operacional aos investidores. A primeira com essa característica a ser listada foi a Brasil Agro em Abril de 2006. Posteriormente, empresas como a Brasil Ecodiesel, Invest Tur (setor hoteleiro), MPX (setor elétrico), OGX (setor petrolero), LLX (portos), OSX (estaleiro) e HRT (setor petrolero) também acessaram o mercado.

Brasil Ecodiesel e Invest Tur passaram por dificuldades financeiras tão sérias que recorreram à união com concorrentes para superar seus problemas. A primeira juntou-se a Vanguarda, passando a se chamar Vanguarda Agro, enquanto a segunda após a união com a LA Hotels, foi rebatizada para Brazil Hospitality Group (BHG).

O investimento em empresas pré-operacionais apresenta maior risco. O analista fundamentalista tem dificuldades para avaliá-las. A análise por múltiplos P/L (Preço/Lucro), FV/EBITDA (Firm Value/EBITDA) – amplamente utilizada por analistas de mercado – é deficiente, pois não há ainda resultados operacionais consistentes. A metodologia do fluxo de caixa descontado é mais completa, mas como a geração de caixa ocorrerá em anos futuros, as estimativas são menos confiáveis. Assim grande parte do valor justo se encontra em sua perpetuidade, o que indica o risco do investimento.

As perdas dos investidores em empresas pré-operacionais como HRT, OGX, OSX e Vanguarda Agro superam a queda do Ibovespa no período acumulado desde o *IPO* (Figura 4). Uma exceção dentre empresas pré-operacionais fica por conta da Renova Energia, os quais subiram 193% desde o *IPO* frente a uma queda de 15% do Ibovespa até Julho deste ano (Figura 4).

Nome	IPO	Desempenho	Ibovespa	Retorno Excedente
RENOVA ENERGIA	jul-10	193%	-15%	208%
BHG/INVEST TUR	jul-07	-15%	-7%	-8%
BRASILAGRO	abr-06	8%	33%	-25%
OSX	mar-10	-91%	-22%	-69%
HRT	out-10	-90%	-23%	-67%
MMX	jul-06	-52%	51%	-103%

Figura 4 - Desempenho acumulado desde o *IPO* até Julho de 2013.

Fonte: Rio Bravo

Em uma análise imparcial realizada pela gestora de recursos Rio Bravo (2010 e 2013) sobre a recomendação de analistas, considerando os *IPOs* de 104 empresas realizados entre 2004 e 2011, o resultado sugere um viés dos relatórios, no início de cobertura, com um otimismo exagerado (Figura 5). A maioria das corretoras dos bancos coordenadores publicou seu relatório inicial com recomendação de “compra”, foram 98 recomendações favoráveis, contra apenas 6 aconselhamentos para seus investidores não tomarem posições; e destas 98 empresas, o potencial de valorização médio estimado para as ações era de 54%. Infelizmente para os investidores, o retorno realizado no período indicado pelos analistas foi muito inferior ao projetado, sendo ele de -6%.

Empresa ¹	Coordenador Líder	Recomendação	Retorno Projetado	Retorno ² Realizado	Δ^3	Ano
1º Quartil						
LOCALIZA	CS	Compra	70%	242%	172%	2005
B2W/SUBMARINO	CS	Compra	77%	229%	152%	2005
DASA	UBS	Compra	34%	88%	53%	2004
MILLS	Itaú BBA	Compra	26%	75%	49%	2010
NATURA	UBS	Manutenção	9%	57%	48%	2004
COSAN	MS	Manutenção	6%	46%	40%	2005
SLC	CS	Compra	30%	66%	36%	2007
CETIP	Itaú BBA	Compra	63%	92%	29%	2009
LOPES	UBS Pactual	Compra	39%	67%	27%	2006
TEC-INOS	Itaú BBA	Compra	56%	83%	27%	2011
GVT HOLDING	CS	Compra	22%	39%	17%	2007
ODONTOPREV	Itaú BBA	Manutenção	12%	28%	16%	2006
NOSSA CAIXA	UBS	Compra	32%	47%	15%	2005
PDG	UBS Pactual	Compra	61%	73%	12%	2007
EQUATORIAL	CS	Compra	35%	44%	9%	2006
MULTIPLUS	BTG P	Compra	52%	59%	7%	2010
ECORODOVIAS	Itaú BBA	Compra	32%	38%	5%	2010
BR PROPERTIES	Itaú BBA	Compra	40%	44%	4%	2010
GAFISA	ML	Manutenção	14%	15%	2%	2006
VALIDIABNOTE	UBS	Compra	70%	70%	0%	2006
BRAZIL PHARMA	BTG P	Compra	57%	55%	-2%	2011
TIVT	CS	Compra	54%	51%	-3%	2009
RENOVA ENERGIA	Santander	Compra	37%	31%	-5%	2010
POSITIVO	UBS	Compra	41%	33%	-9%	2006
GP INVEST	CS	Compra	29%	20%	-9%	2006
2º Quartil						
QUALICORP	ML	Compra	46%	37%	-9%	2011
SONAE SIERRA	CS	Compra	39%	30%	-10%	2011
EVEN	Itaú BBA	Compra	18%	5%	-13%	2007
ALIANSC	BTG P	Compra	58%	44%	-14%	2010
UOL	ML	Venda	-19%	-35%	-16%	2005
ANHANGUERA	CS	Compra	28%	11%	-17%	2007
ABRIL EDUCAÇÃO	CS	Compra	138%	121%	-17%	2011
RAIA	Itaú BBA	Compra	54%	34%	-20%	2010
SAO MARTINHO	UBS Pactual	Manutenção	19%	-4%	-23%	2007
ENERGIAS BR	UBS	Compra	35%	11%	-24%	2005
MARFRIG	ML	Compra	26%	2%	-24%	2007
RODOBENS	J.P.M.	Compra	40%	15%	-25%	2007
FER HERINGER	UBS Pactual	Compra	34%	9%	-25%	2007
DUFYBRAS	UBS Pactual	Compra	30%	4%	-26%	2006
DATASUL	UBS	Compra	80%	50%	-30%	2006
TIG LTD	CS	Compra	61%	29%	-32%	2007
IMC	BTG P	Compra	47%	11%	-36%	2011
TIME FOR FUN	CS	Compra	47%	6%	-40%	2011
JBS	J.P.M.	Compra	50%	8%	-42%	2007
WILSON SONS	CS	Compra	40%	-2%	-42%	2007
BR MALLS	UBS Pactual	Compra	33%	-14%	-47%	2007
METALFRIO	UBS Pactual	Compra	31%	-16%	-47%	2007
MEDIAL SAUDE	CS	Compra	53%	5%	-48%	2006
AUTOMETAL	Santander	Compra	42%	-9%	-51%	2011
QUEIROZ GALVÃO	Itaú BBA	Compra	26%	-28%	-54%	2011
3º Quartil						
BRASILAGRO	CS	Compra	31%	-23%	-54%	2006
PINE	CS	Compra	59%	3%	-57%	2007
CREMER	ML	Compra	37%	-24%	-60%	2007
COSAN LTD	MS	Compra	27%	-36%	-63%	2007
LOG-IN	UBS Pactual	Compra	45%	-23%	-68%	2007
IGUATEMI	UBS Pactual	Compra	35%	-35%	-70%	2007
TEGMA	J.P.M.	Compra	30%	-47%	-77%	2007
PARANA	UBS Pactual	Compra	35%	-45%	-80%	2007
BOVESPA	CS	Compra	28%	-52%	-80%	2007
SOFISA	UBS Pactual	Compra	29%	-53%	-83%	2007
DAYCOVAL	UBS Pactual	Compra	39%	-45%	-83%	2007
BRASIL INSURANCE	MS	Compra	90%	4%	-86%	2010
HRT	CS	Compra	36%	-54%	-90%	2010
OGX	UBS Pactual	Compra	141%	51%	-90%	2008
TRIUNFO	CS	Compra	45%	-47%	-92%	2007
BROOKFIELD	CS	Compra	52%	-44%	-96%	2006
CRUZIBRO SUL	UBS Pactual	Compra	27%	-69%	-96%	2007
MRV	UBS Pactual	Compra	31%	-67%	-98%	2007
MINERVA	CS	Compra	35%	-64%	-99%	2007
TECNISA	CS	Compra	80%	-21%	-101%	2007
SPRINGS	CS	Manutenção	16%	-86%	-102%	2007
AGRA	CS	Compra	52%	-52%	-104%	2007
ABC BRASIL	UBS Pactual	Compra	30%	-78%	-107%	2007
PANAMERICANO	UBS Pactual	Compra	50%	-60%	-110%	2007
ESTACIO	UBS Pactual	Compra	101%	-9%	-111%	2007
4º Quartil						
LE LIS BLANC	ML	Compra	67%	-45%	-112%	2008
AMIL	CS	Compra	58%	-54%	-112%	2007
PATAGONIA	J.P.M.	Compra	52%	-60%	-112%	2007
MAGAZINE LUIZA	Itaú BBA	Compra	71%	-42%	-113%	2011
SATIPEL	UBS Pactual	Compra	42%	-73%	-114%	2007
CC DES IMOB	CS	Compra	86%	-29%	-115%	2007
KROTON	MS	Compra	53%	-65%	-118%	2007
PROVIDENCIA	UBS Pactual	Compra	56%	-64%	-120%	2007
INDUSVAL	CS	Compra	47%	-74%	-121%	2007
CSU CARDSYSTEM	CS	Compra	101%	-29%	-130%	2006
GENERAL SHOPPING	J.P.M.	Compra	46%	-84%	-130%	2007
MARISA	CS	Compra	90%	-42%	-132%	2007
OSX	CS	Compra	115%	-20%	-136%	2010
TEMPO	UBS Pactual	Compra	90%	-48%	-138%	2007
BICBANCO	UBS Pactual	Compra	64%	-76%	-140%	2007
MPX	UBS Pactual	Compra	73%	-78%	-151%	2007
MULTIPLAN	UBS Pactual	Compra	100%	-56%	-156%	2007
EZTEC	UBS Pactual	Compra	90%	-70%	-160%	2007
LAEP	UBS Pactual	Compra	69%	-92%	-161%	2007
TRISUL	MS	Compra	81%	-81%	-162%	2007
BR BROKERS	CS	Compra	77%	-87%	-164%	2007
SEB	CS	Compra	96%	-69%	-165%	2007
INPAR	CS	Compra	107%	-93%	-200%	2007
TENDA	Itaú BBA	Compra	115%	-86%	-201%	2007
BHG/INVEST TUR	CS	Compra	202%	-36%	-238%	2007
AGRENCO	CS	Compra	188%	-97%	-285%	2007

¹ Casos selecionados, conforme disponibilidade do relatório de início de cobertura.

² Retorno realizado no período indicado pelo analista (e.g., 12 meses, final do ano).

³ Diferença entre o retorno projetado e o retorno realizado. CS=Credit Suisse / ML=Merrill Lynch / MS=Morgan Stanley / J.P.M. = J.P. Morgan / BTG P = BTG Pactual

Figura 5 - Recomendações de analistas de mercado para IPOs realizados entre 2004 e 2011 por trimestre.
Fonte: Rio Bravo

Isso se dá porque os profissionais de análise de investimento trabalham a partir de números e expectativas divulgadas pela própria empresa. As projeções de preço-alvo feitas para a OGX tinham como base estudos geológicos que não são 100% seguros. Os critérios de classificação das reservas são muitas vezes subjetivos o suficiente para criar falsas impressões no próprio time que comanda a empresa.

O trabalho dos analistas é pegar esses números prematuros e imprecisos, submetê-los a uma série de premissas e então chegar ao valor do justo do papel. É importante lembrar que avaliar o valor futuro de uma empresa que está em operação há várias décadas já pode ser muito complicado. Entre as variáveis difíceis de acertar, estão o crescimento da economia e a taxa de juros no futuro, por exemplo. O trabalho também envolve a análise de fatores bastante subjetivos, como a capacidade de uma companhia de repassar pressões inflacionárias e a viabilidade de futuros projetos de expansão. O analista acaba fazendo um exercício de futurologia intrinsecamente sujeito a erros.

No caso de empresas de petróleo pré-operacionais, o número de premissas a serem consideradas é ainda maior. Nenhum analista ouvido sugere que houve má-fé na divulgação de dados ao mercado. Todos os números anunciados ao mercado passam pelo crivo da CVM e são fiscalizados pela ANP. O problema é que muita coisa pode mudar entre um relatório e outro. Tanto que Eike Batista considerou ultrapassado o relatório da D&M sobre a nova estimativa de suas reservas três dias depois que ele foi divulgado ao mercado. "É como o Benjamin Button, já nasceu velho", afirmou ele na época. Quem decidiu investir em ações da OGX devia estar preparado para muita volatilidade e eventuais correções de rumo à medida que mais dados sobre seus campos de petróleo se tornassem conhecidos.

Quando a empresa passou a constar na carteira teórica do Ibovespa em Janeiro de 2010, entendia-se que o aumento na liquidez e a provável valorização que aconteceria naquele momento era um reconhecimento pelo curto espaço de tempo necessário para a companhia atingir suas metas propostas. O mercado se mostrava otimista, e ainda não cogitava em quais seriam as possíveis conseqüências no caso da empresa passar por um momento negativo, e não conseguir mais atingir bons resultados.

No início de 2010 a empresa representava 0,87% do Ibovespa, sendo negociada a R\$ 17,67 e mantendo um volume financeiro diário entre R\$ 15 e 20 milhões. E ao mesmo tempo em que sofria um impacto muito grande com a queda do valor de mercado da empresa, com o direto aumento no volume financeiro negociado, os ativos da OGX chegaram a ter participação de 5% na carteira teórica iniciada em Maio de 2013, que passou então para 3% no final de Junho do mesmo ano. Deve-se isso ao fato que a empresa obteve volume financeiro diário de negociação superior à R\$ 300 milhões, abaixo apenas da Petrobrás e da Vale do Rio Doce.

O Ibovespa vem vivendo um péssimo ano em 2013: até o fechamento do dia 25 de Junho, o principal índice de ações da bolsa brasileira caiu 23,10%, indo de 60.952 pontos para 46.893 pontos. Contudo, em levantamento da consultoria Economática citado pela revista Exame, se fossem retiradas as três empresas do grupo EBX do Ibovespa - a OGX Petróleo (OGXP3), MMX Mineração (MMXM3) e LLX Logística (LLXL3) - a queda do índice já se reduziria para 18%. OGX, MMX e LLX teriam recuado 85%, 61% e 47% respectivamente, somente no ano de 2013, em meio à crise de confiança e problemas operacionais enfrentados pela OGX Petróleo. Resumindo, quanto mais as ações sofreram, maior foi seu peso no Ibovespa.



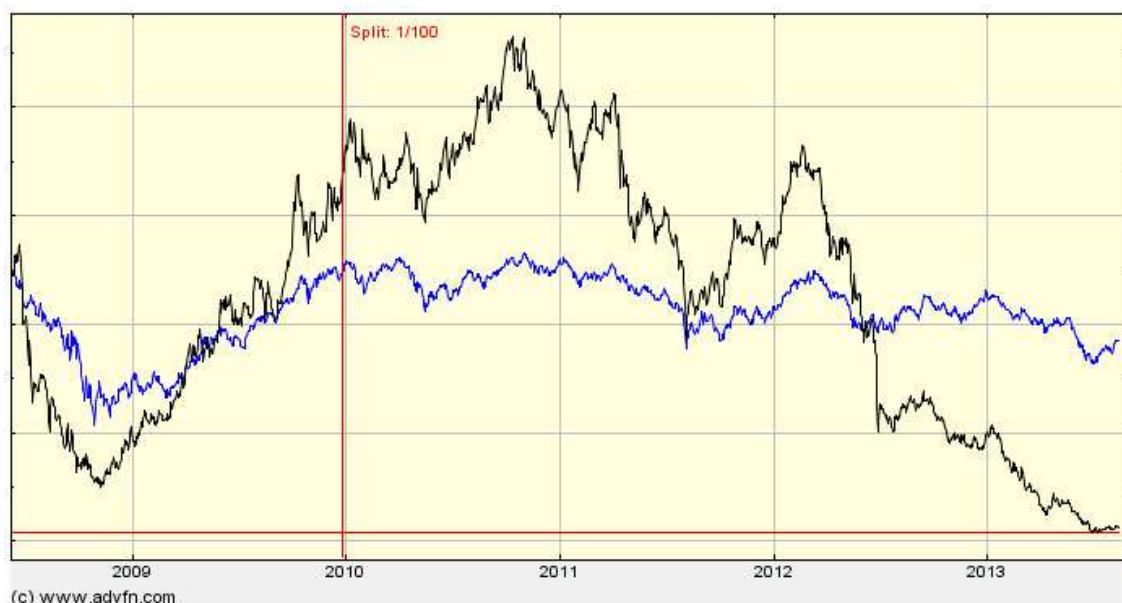
Figura 6 - Desempenho histórico das ações até 15 de Agosto de 2013.**Fonte:** Elaborada pelo autor.

A empresa entrou na bolsa ainda pré-operacional, com promessas muito tentadoras de seu controlador, o que levou os pequenos (e muitos grandes) investidores a apostar nos papéis da companhia e ter uma participação minoritária. No entanto, quem comprou os papéis da empresa há alguns meses (ou anos) viu seu patrimônio diminuir drasticamente. No seu ápice, as ações da OGX valiam R\$ 23,37 (preço máximo de fechamento do dia 15 de Outubro de 2010), enquanto na mínima, elas valiam apenas R\$ 0,39 (no dia 03 de julho de 2013). Isso representa uma queda de 98,33% (Figura 6).

Com a entrevista de Eike Batista publicada nos jornais "O Globo" e "Valor" em 19 de Julho deste ano, corrobora-se a dúvida sobre uma precipitação ao se abrir o capital da OGX:

Mais do que ninguém, me pergunto onde errei. O que deveria ter feito de diferente? Uma primeira questão talvez esteja ligada ao modelo de financiamento que escolhi para as empresas. Hoje, se pudesse voltar no tempo, não teria recorrido ao mercado de ações. Eu teria estruturado um private equity que me permitisse criar do zero e desenvolver ao longo de pelo menos 10 anos cada companhia. E todas permaneceriam fechadas até que eu estivesse seguro de que havia chegado o momento de abrir o capital. Nos projetos que concebi, o tempo se revelou fator de estresse vital para a reversão de expectativas sobre companhias que ostentam resultados amplamente satisfatórios e possuem ativos valiosos. (BATISTA, Eike. O Brasil como prioridade: ontem, hoje e sempre. *O Globo*, Rio de Janeiro, p. 26, 19 jul. 2013)

A declaração faz ainda mais sentido quando o desempenho histórico da empresa é analisado ao lado do Ibovespa (Figura 7):

**Figura 7** - Desempenho da OGX (preto) e Ibov (azul) entre 11 de Junho de 2008 e 15 de Agosto de 2013.**Fonte:** Elaborada pelo autor.

A recomendação da auditoria PricewaterhouseCoopers (PwC) também seria de iniciar o financiamento da empresa com capital privado, para então num momento de crescimento e maturidade realizar-se a abertura de seu capital na bolsa (Figura 7).

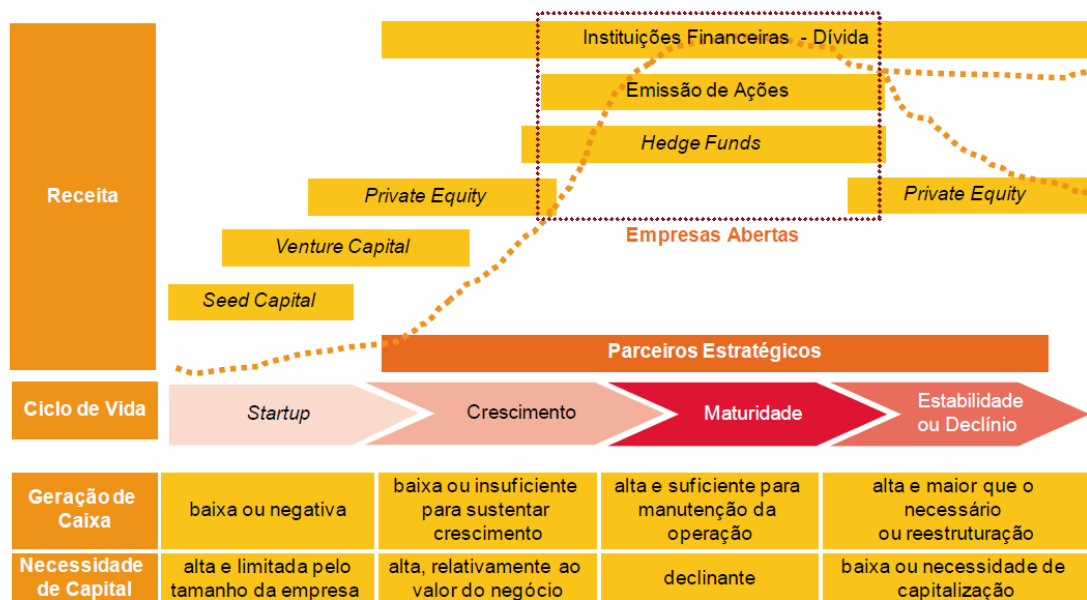


Figura 8 - Fontes de recurso mais apropriadas durante o ciclo de vida das empresas.

Fonte: PricewaterhouseCoopers (PwC)

Empresas pré-operacionais, principalmente no setor de óleo e gás, representam um elevado risco. É colocar dinheiro em uma companhia que, na verdade é ainda um projeto. Investidores podem sim apostar em empresas pré-operacionais que abrem seu capital para um longo prazo, mas é preciso ter em mente de que o risco desta operação é maior que em uma empresa já consolidada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As presentes análises foram estruturadas de modo a *demonstrar o desempenho no mercado financeiro da empresa pré-operacional no ramo E&P de gás e petróleo OGX*. Com a pesquisa apresentada pode-se perceber o prejuízo dos investidores que aceitaram tornarem-se parceiros no negócio quando do seu *IPO*, assim como de investidores que possivelmente adquiriram ações em seu preço máximo histórico.

Considerando os retornos médios obtidos com empresas que abriram seu capital quando ainda eram consideradas pré-operacionais, assim como os maiores riscos envolvidos neste início de operação, cogita-se que companhias neste estágio realmente pularam etapas em busca de financiamento para seu negócio. O financiamento mais apropriado teria sido os fundos de participação (“private equities”) e o momento mais adequado para virem a mercado teria sido quando os resultados se tornassem mais consistentes.

Sem resultados operacionais, os analistas concentram suas avaliações em aspectos subjetivos - a capacidade da administração de entregar o prometido ou as perspectivas do setor. É notável a correlação da oscilação de valor das ações da empresa apenas com a apresentação de comunicados ao mercado, tanto em valores positivos quanto em

negativos; assim a possibilidade dessa volatilidade estar atrelada somente a uma especulação e não com resultados concretos torna-se real.

Com os riscos analisados no trabalho, percebe-se que estes investidores realmente tomaram parte em uma aposta, de forma consciente, ou talvez em parte influenciados por analistas de mercado que estavam publicando recomendações de investimento otimistas demais. Um ponto interessante a se estudar é o peso de recomendações de analistas sobre as decisões de investimento de pessoas físicas.

Por esse estudo estar baseado em uma pesquisa documental de um único caso, tem-se a limitação de não poder generalizar o conhecimento obtido, mas buscou-se aprofundar o conhecimento sobre um contexto delimitado da vida real que impactou todo o mercado de ações brasileiro. Percebeu-se também um possível ponto fraco no método de cálculo do Ibovespa, assim, existe a oportunidade de se desenvolver um estudo com sugestões de melhoria sobre o índice de retorno real da BM&FBovespa, tanto por mudanças na fórmula do Ibovespa, quanto pela adoção de outros índices, à exemplo do Índice Brasil (IBrX).

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Maria Margarida de. Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BATISTA, Eike. O Brasil como prioridade: ontem, hoje e sempre. O Globo, Rio de Janeiro, p. 26, 19 jul. 2013.

BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. Administração de investimentos. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. Investimentos. 8ª ed. Porto Alegre: AMGH, 2010.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 18 de ago. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 18 de ago. 2013.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

FANCHIN, Fernando Bevilacqua e. IPOs, gestão de investimentos e desenvolvimento econômico: uma visão crítica. Rio Bravo Fronteiras, São Paulo. Mai. 2010. Disponível em: <http://www.riobravo.com.br/acervo/Documents/Fronteiras/RioBravoFronteirasIPOs_Maio_2010.pdf>. Acesso em 11 ago. 2013.

_____. IPOs no Brasil: Excessos, conflitos e resultados. Rio Bravo Fronteiras, São Paulo. Jun. 2013. Disponível em: <<http://www.riobravo.com.br/acervo/Documents/Fronteiras/Rio%20Bravo%20Fronteiras%20Junho%202013.pdf>>. Acesso em 11 ago. 2013.

FITCH RATINGS. Disponível em: <<http://www.fitchratings.com.br/>>. Acesso em: 15 de ago. 2013.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. 18ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

GIL, Antônio Carlos. Métodos e Técnicas de Pesquisa Social. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

JORION, Philippe. Value at Risk: the new benchmark for managing financial risk. 2nd ed. New York: McGraw-Hill, 2001.

_____. Financial Risk Manager Handbook. 4th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2007.

MOODY'S. Disponível em: <<https://www.moody.com/>>. Acesso em: 15 de ago. 2013.

MOREIRA, Herivelto; CALEFFE, Luiz Gonzaga. Metodologia da pesquisa para o professor pesquisador. Rio de Janeiro: DP&A, 2006.

OLIVEIRA, Maria Marly de. Como fazer projetos, relatórios, monografias, dissertações e teses. 5ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO). Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/publicacoes/assets/brasil-ipo-guide-11.pdf>. Acesso em: 20 de ago. 2013.

SANTOS, Antonio Raimundo dos. Metodologia Científica: a construção do conhecimento. 6ª ed. Rio de Janeiro: DP&A, 2004.

STANDARD & POOR'S. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com/home/en/us/>>. Acesso em: 15 de ago. 2013.

TAVARES, Eduardo. Queda do Ibovespa em 2013 iria de 23% para 18% sem "ações X". Exame, São Paulo. 26 jun. 2013. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/queda-do-ibovespa-passaria-de-23-para-18-sem-acoes-x>>. Acesso em: 09 de ago. 2013.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1995.

UOL. Grande dicionário Houaiss da língua portuguesa. Disponível em: <<http://houaiss.uol.com.br/>>. Acesso em: 15 de ago. 2013.

YIN, Robert K. Estudo de caso: planejamento e métodos. 4ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.