

A PERCEPÇÃO DE VALOR DOS ATIVOS ENTRE O MUNDO REAL E O VIRTUAL: O CASO BARNES AND NOBLE

Dalton Schmitt Jr*

Sinopse: Uma das questões de grande debate no mercado de investimentos gira em torno da diferença entre a valorização e a volatilidade de ativos relacionados a empresas do mundo real e empresas do mundo virtual (nova economia). O maior fluxo as informações, a incerteza e a inexistência de um modelo de negócio vencedor na nova economia têm ampliado essa discussão ao longo dos anos. O presente artigo tem como objetivo analisar a valorização de ativos de empresas desses dois mundos (real e virtual) de mesmo foco de negócio e voltadas ao mesmo mercado em relação aos seus principais índices financeiros e performance. Estar-se-ão analisando dois negócios com mesmo fim de mercado mas que, por estarem com posicionamentos diferentes, apresentam características diferenciadas no que se refere a valorização de mercado e performance financeira. Visando desenvolver tal objetivo, o artigo analisará as empresa Barnes & Noble, tradicional varejista do segmento de livros no mercado norte-americano, e a sua subsidiária Barnes & Noble.com.

Palavras-chave: Investimentos. Nova economia. Bolsa de valores. Valor de mercado. Expectativas. Pontocom.

Abstract: One of the questions that has been deeply debated on the investment market is about the difference between assets' rise in value and volatility in real-world and virtual-world companies (the New Economy). The larger flow of information, the uncertainty, and the nonexistence of a successful business model in the New Economy has broadened this discussion over the years. The present article aims to analyze the rise in value of company assets in these two worlds (real and virtual) that have the same business focus and are directed to the same market in relation to their main financial rates and performance. An analysis will be made of two businesses with the same market target; however, due to the fact that they hold different positions, they present different characteristics as to market increase in value and financial performance. Aiming at this objective, this article will analyse Barnes & Noble, a traditional retail company in the segment of books on the North American market and its subsidiary Barnes & Noble.com.

Key-words: Investments. New economy. Stock exchange. Market value. Expectancy. Dotocom.

* Economista pela UFRGS. Mestrando em Administração de Empresas pelo PPGA/UFRGS. Gerente de Investimentos da CRP – Companhia de Participações. Especialista em capital de risco pela Venture Capital Association (Atlanta/EUA).

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais debates no mundo das finanças tem como centro da discussão o real preço dos ativos. Tal debate ocorre desde o advento do capitalismo, no confronto entre as forças de oferta e procura, entre as oportunidades de mercado e as possibilidades de realização. Historicamente, os ativos são representados por seu potencial de realização futura, com preço não necessariamente atrelado ao valor real dos bens apropriados contabilmente pela empresa.

Com o incremento da velocidade dos negócios, expansão dos mercados e novas tecnologias, a distância existente entre o valor contábil de ativos e seus preços de mercado tem adquirido duas características marcantes: de um lado, a (i) volatilidade, representada e derivada dos próprios ciclos econômicos, relações conjunturais, alterações de paradigma financeiro ou tecnológico e fluxo de informações; de outro, (ii) incompatibilidade, à medida que mais e mais a distância que separa os dois preços antes definidos pode alcançar e se sustentar em níveis não justificáveis. Naturalmente, esses dois efeitos são fortemente interligados e, mais, tendem a ser cumulativos. A volatilidade, por exemplo, tem efeito decisivo no aumento dos níveis de preço superiores ou inferiores que podem ser alcançados por um mesmo papel. Quanto menor o grau de volatilidade de um ativo, menor a sua condição de, em curto espaço de tempo, estabelecer saltos de preço que corrijam o seu valor de mercado a novo nível e estabeleçam uma distorção clarividente entre os valores contábeis e de negociação. Tais características assumem perfis de retroalimentação, tão mais enfático quanto dinâmico forem os níveis de negociação.

O mercado de capitais em todo o mundo está cada vez mais desenvolvido. A condição genérica de negociação e acesso à informação, cada vez maior com as novas tecnologias de telecomunicações, tem gerando aumento substancial das negociações em todo o mundo. Agora, é possível operar no mercado durante um dia inteiro, ininterruptamente, variando dos pregões da Ásia aos da América Latina.

O maior mercado de negociação de ativos mobiliários à vista é o norte-americano, liderado pelas duas principais bolsas de negociação de papéis de empresas do mundo – a New York Stock Exchange (Nyse) e o pregão eletrônico National Association of Securities Dealers Automated Quotation (Nasdaq).

O interessante notar é que a característica das duas principais bolsas de negociação é distinta. A Nyse é notadamente reconhecida como uma bolsa de valores tradicional, ou seja,

pelo sistema viva-voz opera e negocia papéis de empresas da chamada velha economia, onde estão setores como o das montadoras de veículos, conglomerados do sistema financeiro, grandes redes de varejo, entre outros. Na Nasdaq, a característica das empresas negociadas está relacionada ao mercado de tecnologia – da nova economia - em grande parte, ou às médias empresas que se introduzem no mercado acionário. Tais características são resultado da própria estrutura burocrática e de custos das diferentes bolsas, bem como do perfil dos papéis negociados. Em um processo de acumulação e auto-alimentação, cada vez mais as empresas de tecnologia abrem suas negociações de papéis na Nasdaq, independente de tamanho ou porte, pela própria especialização do mercado. Em função dessas características, a volatilidade de ambas as bolsas é distinta, apresentando níveis de oscilações independentes, tanto se analisadas pelo índice quanto se analisadas em casos específicos, no caso, papéis individuais.

Normalmente, os ativos negociados no pregão da Nasdaq são relacionados a empresas de menor porte – muitas vezes *start-ups*, estágio inicial de negócio ou expansão – cuja sustentação financeira que justifique a valorização de mercado além do componente expectacional e das projeções futuras do negócio é centro de debate. A história recente do mercado e a evolução da tecnologia fizeram pender para o lado do intangível o componente de maior valor na formação das expectativas e, conseqüentemente, de preços desses ativos. Esses fatos não são novos e existem desde o advento do mercado de ativos, mas o maior fluxo e acesso às informações e à virtualização dos negócios têm determinado um aumento da variância das expectativas. Conseqüentemente, as empresas mais atreladas a mercados dinâmicos acabaram tendo maiores condições de serem valorizadas pelo mercado em muitas vezes os índices tradicionalmente conhecidos.

Fruto disso, destaca-se, então, uma questão importante: qual o real impacto e a diferença entre a valorização e a volatilidade de ativos relacionados a negócios do mundo real (envolvendo operações físicas, abertas ao público) e negócios do mundo virtual (operações totalmente relacionadas a Internet, sem contato físico com o mundo consumidor)? A existência de duas bolsas de valores de perfil distinto como a Nyse e a Nasdaq e de operações relacionadas exatamente ao mesmo segmento de negócio, mas com foco em diferentes formas de comercialização, permitem fazer algumas incursões nesse campo.

À luz desse enfoque, o artigo tem como objetivo estabelecer uma análise comparativa acerca da valorização de ativos de empresas de mesmo foco de negócio e voltadas ao mesmo mercado consumidor naquilo que se refere aos seus principais índices financeiros e

performance. Ou seja, estar-se-á analisando dois negócios com mesmo fim de mercado mas que, por estarem com focos distintos de posicionamento – no mundo real e no mundo virtual – apresentam características completamente diferenciadas no que se refere à valorização de mercado e performance financeira.

Visando desenvolver tal objetivo, o artigo analisará ativos relativos à empresa Barnes & Noble, tradicional varejista do segmento de livros no mercado norte-americano e que, como algumas outras empresas de outros setores da economia, possuem operações no mundo real (*brick and mortar*) e no mundo virtual (*dotcom*), cujos papéis são negociados na Nyse e Nasdaq, respectivamente, respeitando o padrão do mercado. O fato de serem operações da mesma empresa e voltadas ao mesmo mercado, mas com estruturas diferenciadas e papéis de negociação igualmente distintos, será ingrediente fundamental para conclusões conceituais acerca das diferenciações do mercado. É importante ressaltar que o presente artigo não pretende assumir compromissos de confiabilidade estatística acerca da análise a ser realizada – o que imporá definições de amostragem e cálculos mais sofisticados -; o objetivo, sim, é travar um debate acerca do perfil genérico dos negócios envolvendo empresas interligadas do ponto de vista mercadológico mas com diferentes formas de serem visualizadas pelo mercado.

À luz desses aspectos, o artigo é dividido em quatro seções. Na primeira seção serão relacionados aspectos históricos do mercado acionário nos anos recentes, envolvendo as bolsas de valores Nyse e Nasdaq. Na segunda seção, procurar-se-á definir conceitualmente as duas empresas a serem analisadas, a Barnes & Noble Inc. e a Barnes & Noble.com, buscando orientar o leitor em relação às características dessas duas empresas e de por que se prestam à análise aqui proposta. Na terceira seção será estruturada a avaliação comparativa das duas empresas relativo a seus principais números financeiros, performance e movimento recente de dados contábeis-financeiros das empresas, quais sejam, o valor de mercado e a relações daí derivadas. Na quarta e última seção serão estabelecidas as conclusões do artigo.

2 A ECONOMIA E O MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO

As facilidades de acesso à informação provocada pelo avanço das tecnologias de comunicação de dados têm influenciado de forma decisiva a evolução do mercado de capitais em todo o mundo. Seja pela possibilidade de acessar de forma instantânea informações de cunho econômico, social ou político - que podem representar impacto decisivo nos preços dos ativos -, seja pelo acesso a negociação em todos os mercados mundiais de forma instantânea,

o mercado acionário tem-se caracterizado, mais e mais, pelo componente especulativo e de fortes oscilações. Se antes as alterações de cunho econômico ou de qualquer ordem geral, ou na performance das empresas, eram sentidas nos preços dos ativos com um *gap* de tempo, nos dias atuais esse período está reduzido a poucos minutos, representados pela distância entre o conhecimento da informação e a divulgação dela em veículos instantâneos, como a Internet.

De outra parte, o conteúdo dinâmico do mercado também é derivado do continuado processo de globalização, onde as empresas passam a ter negócios alocados globalmente e não mais simplesmente nos mercados internos. Além disso, o acesso a fontes de captação de recursos financeiros de outras regiões por parte das empresas acaba dando a elas também um perfil internacional, muitas vezes relacionados à própria negociação de títulos imobiliários em bolsas de valores de país outro que não o de origem.

Esses fatores acabaram, ao longo do tempo, determinando um maior grau de volatilidade às bolsas de valores de todo o mundo. Permitido o acesso à informação de forma mais rápida e segura e existindo a possibilidade e interesse em operar investimentos em vários mercados diferentes, de forma simultânea, o mercado adquiriu uma característica agressiva de negociação, com notórios impactos do ponto de vista de velocidade, volatilidade e insegurança. Certamente, o mercado de valores configura-se como de risco, sempre permeado de aspectos subjetivos e expectacionais relacionados aos investimentos, desempenho das empresas e das economias. No entanto, ao absorver novas condições de operação, com maior velocidade, dinâmica e informação, as características originais acabam sendo multiplicadas, passando por um processo cumulativo e com impacto final nos movimentos diários dos mercados.

Historicamente, o mercado de valores é reconhecido por processos cíclicos, com períodos de forte alta seguidos de quedas abruptas. São casos conhecidos, por exemplo, a Crise de 1929 e o Crash de 1987, quando as bolsas de valores sofreram perdas consideráveis em curto espaço de tempo pela busca de realização de resultados dos investidores e, principalmente, pela percepção de incerteza em relação aos preços. Mais recentemente, a revisão de preços nas bolsas de valores norte-americanas apresenta-se também como exemplo. É fato, portanto, que períodos de alta e queda e variações de preço são históricas e inerentes ao mercado. No entanto, dentro do novo contexto e características que as novas tecnologias e o processo de globalização têm proporcionado, a possibilidade de variações de preço dos ativos está ainda mais aguda.

Outro aspecto importante a ser ressaltado nessa análise preliminar é a própria característica de empresas de tecnologias de ponta ou que fazem parte das fronteiras de quebra de paradigmas. Em épocas distintas, as empresas fabricantes de rádio, televisão e mais recentemente Internet representaram a mudança nos padrões conhecidos pela sociedade relativos às telecomunicações. Também poderíamos incluir nessa lista, por exemplo, empresas relacionadas ao campo da biotecnologia, onde se acumula vasta condição de avanço em conceitos conhecidos há muitos anos.

O que ocorreu no passado (rádio, televisão) ou ocorre mais recentemente (internet, biotecnologia) com essas empresas é o fato de que a elas abrem-se condições de realização de ganhos espetaculares em curto espaço de tempo. No entanto, pelo próprio fato de elas situarem-se na fronteira do conhecimento, a percepção do real potencial de realização do que está posto é pequena e, em boa parte das vezes, nula. Tais empresas lidam como o novo, com estruturas de comercialização, produtos e serviços sem precedentes e que, portanto, abrem margem para movimentos especulativos de toda a ordem e em curto espaço de tempo.

Na era da tecnologia da informação, as empresas chamadas pontocom representaram em um passado recente um dos mais excitantes veículos de investimento no mundo. A sabedoria da existência do potencial de negócio aliada ao desconhecimento do formato e modelo de realização determinaram aos ativos ligados às empresas de Internet um alto grau de volatilidade. Somada à recente crise da economia norte-americana, tais elementos têm determinado a nova égide de operação do mercado nos últimos anos.

No ambiente posto, propiciou-se o estabelecimento de distorções de mercado, explicitadas nos preços dos negócios realizados, como o caso da Barnes and Noble, a seguir analisada. Isso de forma alguma é estranho aos negócios cotidianos e faz parte de uma lógica natural. O fato é que emerge ainda mais essa comparação por podermos lidar com negócios assemelhados, mas que assumem perfis totalmente distintos de percepção por parte dos investidores.

3 AS EMPRESAS

3.1 BARNES AND NOBLE, INC.

A Barnes and Noble, Inc (BN) é uma das maiores e mais tradicionais livrarias dos Estados Unidos. Com sede em New York, sua operação envolve lojas em todo o país,

totalizando 908 lojas de livros nos 49 estados. A BN atua sob diferentes marcas e com dois posicionamentos distintos. A primeira, mais tradicional, caracteriza-se pela amplitude das lojas e pelo posicionamento de calçada (não opera dentro de shoppings). O segmento referencia-se pelas marcas Barnes and Noble Book Store, Bookstop e Bookstar. A segunda marca é a Dalton Stores, caracterizada por lojas menores normalmente situadas dentro de shoppings *centers*. Além de livros, a BN também comercializa outros artigos relacionados com CDs e softwares.

A BN possui mais de 1 milhão de títulos de livros na sua operação, envolvendo mais de 48 mil empregados. Realizou vendas de U\$ 996 milhões no terceiro trimestre de 2001 (4,6% a mais em relação ao mesmo período do ano anterior) e um total de U\$ 4,6 bilhões nos quatro trimestres entre outubro de 2000 e outubro de 2001.

3.2 BARNES AND NOBLE.COM

A Barnes and Noble.com (www.barnesandnoble.com) é uma das duas maiores livrarias virtuais do mundo, competindo com a Amazon.com em termos de volume de operações realizadas.

Criada em 1997, a BN foi estruturada como uma associação da BN, Inc. (40% da empresa) com o grupo alemão de mídia Bertelsmann GA (40% da empresa) em 1998, pouco antes da sua abertura de capital. A abertura de capital representou a captação de U\$ 486 milhões, com comercialização de 20% do capital da empresa na bolsa de valores. A empresa tem foco de atuação a venda de livros através do canal de distribuição Internet. Secundariamente, a BN.com também opera a comercialização de CDs, softwares e revistas através da rede mundial.

O *site* possui mais de 7,9 milhões de diferentes clientes ao longo da história, provenientes de 228 diferentes países. Possuem 1.762 empregados. Nos três primeiros trimestres do ano passado, a BN.com realizou vendas de U\$ 290 milhões. Analisando o terceiro trimestre de 2001, a empresa cresceu 34% das vendas em relação ao mesmo período do ano anterior, com perda líquida de U\$ 10,6 milhões no período.

3.3 AS DIFERENÇAS

É importante ressaltar que ambas as operações têm como principal acionista a mesma holding de negócios, ou seja, a Barnes and Noble, Inc. Além disso, possuem o mesmo foco de negócio, envolvendo a captação, publicação, distribuição e logística de fornecimento de títulos de livros em geral.

O que difere profundamente uma operação da outra é o fato de que uma é totalmente voltada ao chamado mercado real e a outra ao mercado virtual (Internet). Isso dá à segunda um perfil internacional de comercialização, à medida que o mercado consumidor mundial é o foco comercial da empresa (a empresa já comercializou livros para mais de 200 países desde 1997). Do outro lado, a BN Bookstore possui uma característica de fidelização do cliente, com estratégia de captação e manutenção do consumidor na loja real. Por ser uma operação de varejo tradicional, o mercado da BN é o norte-americano, dentro de uma estratégia de multiplicação de sua base de lojas buscando a proximidade com o cliente.

É importante ressaltar o fato de que, apesar de sua liderança e pioneirismo no segmento de venda de livros, a Barnes and Noble atrasou-se na penetração do mercado Internet, cedendo espaço para que operações totalmente online, como a Amazon.com, surgissem e fidelizassem o mercado. Dessa forma, o custo de entrada da BN acabou sendo elevado inicialmente. Pela sua tradição e reconhecimento da marca no principal mercado consumidor (EUA), no entanto, a BN tem conseguido galgar rapidamente novos degraus de *market-share* e, hoje, disputa a liderança de mercado com a Amazon.

4 ASPECTOS COMPARATIVOS: AS DIFERENÇAS DE PERCEPÇÃO ENTRE O MUNDO REAL E O VIRTUAL¹

4.1 A INDÚSTRIA DE VAREJO

As operações da Barnes and Noble aqui analisadas (tradicional e pontocom) são interligadas a indústria de varejo, setor de venda de livros.

A indústria de varejo tem apresentado sólido crescimento, tendo alcançado taxas de crescimento de 10% entre os terceiros trimestres de 2001 e 2000, inferior à performance dos

¹ Os dados e números descritos e avaliados nessa seção foram extraídos do site Market Guide.

últimos cinco anos, quando apresentou uma taxa de crescimento média de 28,1%. As margens operacionais da indústria situam-se em torno de 7% das vendas, em média. O lucro líquido geral, no entanto, é baixo, girando ao redor de 2% sobre as vendas líquidas nos últimos anos. Do ponto de vista do mercado, a indústria apresentou retorno sobre os ativos de 4,4% no último ano e 5,8%, se avaliada a média dos últimos cinco anos.

Avaliando-se setorialmente o segmento de venda de livros, inserido dentro do mercado de varejo, a situação é confortável. O segmento apresentou crescimento das vendas de 9,1% no último ano e de 19,8% na média dos últimos cinco anos. Na verdade, o setor diminuiu significativamente a sua performance financeira e crescimento no último ano se comparado com a indústria, à medida que, há cerca de um ano, apresentava resultados superiores.

Os índices financeiros setoriais são positivos, apresentando margem operacional de 22,2% no último ano e 21,5% na média dos últimos cinco anos. O lucro líquido do setor é positivo, superior ao da indústria, em torno de 5,4% sobre as vendas no último ano.

A produtividade do segmento em relação à indústria é igualmente positiva. O índice vendas por empregado do setor é de U\$ 398, enquanto o da indústria é de U\$ 292, ou seja, 26% inferior. O lucro líquido por empregado do setor é de U\$ 58, enquanto o da indústria de varejo é de apenas U\$ 9. Tais dados envolvem o período dos últimos dois anos.

A partir da breve demonstração das bases financeiras em que opera a indústria de varejo e o setor de venda de livros e assemelhados, ambas objeto de mercado das duas empresas analisadas nesse artigo, insere-se a avaliação de alguns números relacionados a essas duas operações, separadamente e, a seguir, em conjunto.

4.2 BARNES AND NOBLE, INC.

A estrutura financeira da BN é sólida. A empresa, tradicional operadora do mercado de venda de livros, possui uma trajetória de crescimento bastante sustentável. Analisando-se os trimestres, a empresa possui vendas que giram em torno de U\$ 1 bilhão, com crescimento médio das vendas de 17,2% ao longo dos últimos cinco anos.

Sua estrutura de negócio envolve margem operacional de 5,6% na comparação dos trimestres e 8,1% na média dos últimos cinco anos. No que se refere a margens líquidas de operação, a BN apresenta resultados abaixo da média da indústria ou do setor. Nos últimos 5 anos, a operação apresenta margem líquida de operação de 2% sobre as vendas. É

efetivamente uma margem reduzida, mas alia-se ao perfil típico da indústria do varejo massificado, que trabalha com altos volumes.

Os índices de valoração do negócio BN são positivos. Atualmente, a Barnes and Noble, Inc. apresenta um valor de mercado girando em torno de U\$ 2,2 bilhões (fevereiro/02). O papel negociado na Bolsa de Valores de New York apresenta uma relação de preço versus vendas de 0,47, ou seja, o valor que a empresa é negociada no mercado é menos da metade de suas vendas anuais. De outra parte, a relação preço de mercado versus valor dos livros é de 2,81, bastante inferior à média do setor ou da indústria, que é superior a 4. Isso significa que o título da BN negociado no mercado aufere a ela um valor do negócio relativamente mais próximo ao valor lançado em seus números contábeis do que a média da indústria ou do setor. Esse é um dado interessante e merece ser melhor explorado.

Historicamente, os papéis negociados em bolsa de valores apresentam relações de preços de mercado e valores lançados na contabilidade bastante distintos. A percepção do mercado é que o valor lançado nos livros (*book value*) de uma empresa não reflete a sua condição de geração de negócios e resultados. Pela concepção do investidor, uma análise financeira, baseada, por exemplo, em fluxo de caixa futuro do negócio, apresentaria melhores condições de mensuração do valor de um ativo do que os números de livros. Se analisarmos a média dos papéis negociados nas bolsas e sua relação preço de mercado versus valor dos livros, a relação é bastante mais distante do que a da Barnes and Noble, Inc. Só para se ter uma idéia, a indústria de varejo tem a relação em torno de 4,7; o setor, de 4,3. Ou seja, a relação aqui discutida, em relação ao papel aqui analisado na comparação com a indústria ou setor em que a empresa está situada, é duas vezes maior.

Desse fato, pode-se derivar a idéia de que a percepção do mercado em relação a Barnes and Noble, Inc. está bastante afetada, seja pelas atividades operacionais da própria empresa, seja pelos movimentos genéricos de mercado ocorridos nos últimos anos.

Indo mais adiante, cabe analisar qual era o valor de mercado da empresa em meados de 1999. Tínhamos, então, uma empresa que apresentava valor de mercado de U\$ 2,9 bilhões. Em um período de cerca de um ano, a percepção do mercado determinou uma queda superior a 30% do valor da empresa, alcançando U\$ 1,3 bilhões no início de 2000, a despeito do fato de que sua performance financeira mantinha-se em uma curva de crescimento e não mostrava sinais de alteração. Passados pouco menos de um ano, a empresa retoma uma trajetória de crescimento e seu valor de mercado atual é de U\$ 2,2 bilhões, ou seja, bem mais próximo dos números de 1999 (nota: o valor de mercado da empresa, no terceiro trimestre de 2001,

superou inclusive o valor de U\$ 2,9 bilhões). O fato notável é a oscilação do mercado que, em menos de 24 meses, desvalorizou o preço da empresa em mais de 50% e novamente valorizou-o em mais de 70%. E mais: a empresa, financeiramente, não sofreu qualquer alteração de performance contábil ou financeira que suportasse tais fatos. O mercado, hoje, está buscando reposicionar o preço da empresa conforme a sua performance real. O gráfico da oscilação do preço do papel na Bolsa de Valores abaixo é significativo pois não só apresenta a trajetória de queda e recuperação, como também demonstra que o papel oscila independente da trajetória do índice da Bolsa em que opera.

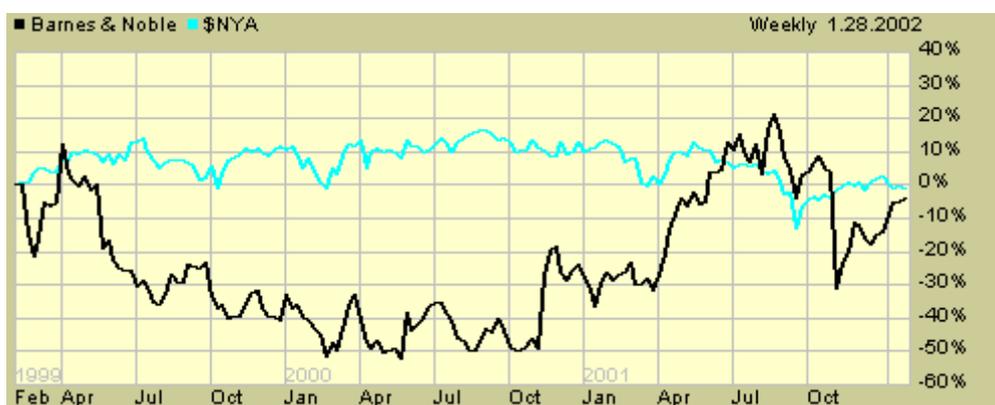


Gráfico 1 - Trajetória de variação do preço da ação Barnes and Noble, Inc (BKS). Fevereiro de 1999 a Janeiro de 2002

Fonte: Market Guide Web Site.

4.3 BARNES AND NOBLE.COM

A estrutura financeira da BN.com é significativamente mais frágil do que a da BN. A BN.com, que teve suas operações iniciadas em 1997, opera com níveis de crescimento naturalmente em patamares bem superiores, seja por tratar-se de uma empresa ainda em curva de crescimento, seja por estar posicionada em um mercado de forte dinâmica e cuja base consumidora aumenta exponencialmente.

Analisando-se comparativamente os terceiros trimestres de 2000 e 2001, a empresa apresentou um crescimento das vendas de 30,6%, sendo superior aos 26,3% na comparação dos anos. Sua estrutura de negócio envolve margem operacional negativa em 56,4%. No que se refere a margens líquidas de operação, a BN.com apresenta resultados assustadores para uma indústria tradicional, mas relativamente comuns para empresas relacionadas a Internet. Em função de altos investimentos em mídia, logística e na expansão do seu *market-share*, o

resultado líquido da empresa é negativo em 69%, ainda maior do que os 50% de 2000. Ou seja, para cada dólar obtido em receita, a BN.com gasta U\$ 1,7.

Na valoração do negócio BN.com e sua trajetória recente, temos, então, uma variação significativa na comparação de resultados com a operação tradicional da BN. Atualmente, a Barnes and Noble.com apresenta um valor de mercado girando em torno de U\$ 327 milhões, bem inferior aos U\$ 760 milhões de junho de 2000. O papel negociado na Nasdaq que, há cerca de um ano, possuía uma relação de preço versus vendas de 3,05, ou seja, o valor negociado da empresa era cerca de três vezes o valor das suas vendas anuais, que é agora de apenas 0,75, ou seja, uma depreciação de 75% pela percepção do mercado. A relação preço de mercado versus valor dos livros é de 3,97 inferior à média do setor ou da indústria.

Desse fato, pode se derivar a idéia de que a percepção do mercado em relação a Barnes and Noble.com é cautelosa, como, aliás, deveria ser, em função de tratar-se de uma empresa ainda em estágio inicial de crescimento e estruturação, com perdas significativas de caixa e acúmulo de prejuízos.

O mais espantoso, no entanto, é que o valor de mercado da empresa em meados de 1999 situava-se na casa dos U\$ 3,5 bilhões, ou seja, quase dez vezes o valor atual da empresa. O valor da BN.com, na época, era significativamente superior ao valor da própria controladora BN, que possui uma estrutura financeira muito mais sólida, performance, reputação e mercado consolidado. Enquanto a BN apresentava uma estrutura de vendas, índices e resultados que condizem genericamente com o padrão de negociação de seus ativos no mercado, a BN.com possuía uma estrutura significativamente menor, mas com percepção de valor muito superior na relação e, mais, que superava a anterior.



Gráfico 2 - Trajetória de variação de preço da ação Barnes and Noble.com (BNBN). Fevereiro de 1999 a Janeiro de 2002.

Fonte: Market Guide Web Site.

Os fatos acima descritos dão conta da verdadeira desestruturação que viveu – e talvez ainda viva – o mercado de investimento nos Estados Unidos e em todo o mundo. Duas empresas da mesma indústria e do mesmo setor, com um similar corpo de acionistas e interesses conjuntos, apresentavam uma disparidade imensa quando confrontadas com a percepção do mercado. E isso se deu a tal ponto que, em determinado momento, uma empresa de faturamento inferior a U\$ 100 milhões anuais valia mais de U\$ 3,5 bilhões. Mais: valia quase três vezes o valor de sua controladora, que possuía vendas anuais em torno de U\$ 3 bilhões. O mercado determina que esses fatos são possíveis: afinal, as empresas devem ser avaliadas pelo seu futuro e não pelo seu presente.

A BN.com é uma empresa global, cujo mercado é a massa de consumidores na Internet que cresce exponencialmente; a BN é uma empresa local que, apesar de operar no maior mercado consumidor do mundo, não tem a mesma dinâmica de negócio ou capacidade de crescimento que a primeira. De qualquer forma, ao irmos à frieza dos números, nos deparamos com dificuldades de alcançar justificativa de valorização.

O que acabou ocorrendo? Em um período de menos de dois anos, o mercado corrigiu a sua percepção e posicionou a BN.com em patamar de preços inferior ao da BN, acompanhando uma tendência geral do mercado. Em um primeiro momento, o mercado determinou a depreciação de todos os preços, reduzindo inclusive o valor de mercado da própria controladora. No entanto, a seguir, entendendo a sustentação financeira da empresa e descolando as realidades, o mercado apreciou novamente o preço da BN, retornando-o a patamares anteriores. Dessa forma, tornou-se injustificável do ponto de vista econômico-financeiro os preços de negociação realizados há alguns meses.



Gráfico 3 - Trajetória de variação do preço das ações Barnes and Noble, Inc e Barnes and Noble.com (BNBN). Fevereiro de 1999 a Janeiro de 2002.

Fonte: Market Guide Web Site.

O tempo acabou por reposicionar o preço dos ativos. O mercado acionário tem recuado em relação às perspectivas de ganho e, com isso, reduzido o preço pago nas negociações. Em função desse fato, a grande maioria das empresas com papéis negociados tanto na Nyse quanto na Nasdaq teve seus valores revisados na avaliação dos últimos meses. No entanto, aquelas relacionadas ao mercado Internet tiveram uma redução significativamente mais abrupta que as demais, na média. Ou seja, o mercado percebeu que as condições de sustentação e justificativa de preços eram pequenas e tem procurado realizar suas operações.

5 CONCLUSÃO

O artigo procurou trazer à baila, novamente, a discussão acerca de preços de ativos negociados no mercado acionário e suas relações com a realidade contábil, econômica e financeira das empresas.

Vivemos, ao longo dos últimos anos, uma das trajetórias de maior crescimento do mercado norte-americano e uma das eras mais promissoras de negócio em todo o mundo. O advento da Internet trouxe ao mundo uma nova e extensa gama de oportunidades de negócio, com tão ou mais potencial do que os negócios realizados pelas grandes companhias dos setores tradicionais, como a General Electric ou Ford. O mercado a ser alcançado não mais era visto como o local, mas sim o mundial, pela oportunidade de acessar consumidores em qualquer ponto geográfico através da tela do computador.

Naturalmente, pela inovação e desconhecimento, a sociedade como um todo e, especificamente, os investidores em geral realizam apostas no potencial de realização dessas oportunidades e na percepção de que a massa de negócios possível de ser gerada é muito superior à dos negócios tradicionais. Nesse momento, distorções e cortes na relação de preços gerados pelas leis da oferta e da procura e a real capacidade de realização econômico-financeira dos ativos negociados podem se tornar excessivas.

O caso da Barnes and Noble não foi diferente. Em pouco tempo, a operação online dessa empresa alcançou valor de mercado superior ao da própria controladora voltada à forma de venda tradicional e, mais, injustificável se analisadas as condições financeiras da empresa e sua performance recente. Poderíamos nos apoiar no fato de que a empresa tinha uma situação presente pífia, mas que, dado o seu imenso potencial de mercado e condições de crescimento e geração de resultados, o seu valor de mercado seria justificado ao longo do tempo. No entanto, também não era esse o caso, pois a empresa apresentava taxas de lucro fortemente negativas,

geração negativa de caixa e uma perspectiva que tendia a não se alterar em um espaço de tempo menor do que alguns anos. Portanto, estando o ativo sendo negociado em um mercado secundário, onde a realização dos negócios, em sua grande maioria, vislumbra prazos curtos ou médios, e não longos, a justificativa não era atrelada a realidade.

Os ciclos econômicos e momentos de exuberância no mercado são conhecidos e naturais. O caso recente e que está sendo vivido é mais um desses, ainda mais impactado por lidar com negócios que envolvem quebra de paradigma. O caso da Barnes and Noble é um dos vários que poderiam ser levados em consideração para a análise aqui feita e para avaliar a capacidade do mercado de ajustamento ao longo do tempo.

Isso, cabe ressaltar, é próprio de momentos de alteração de paradigma. No surgimento de uma tecnologia nova como a Internet, que traz consigo o limite dos conceitos de globalização, a subjetividade das avaliações de potencial alcança patamares extremos. A BN.com é mais um dos tantos casos que têm sofrido correção nos últimos anos, tentando novamente posicionar uma correta avaliação financeira em detrimento de uma perspectiva ilusória e insensível do potencial de negócio.

É importante ressaltar que o artigo não pretende estabelecer a correção dos fatos ou mesmo a justificativa dos movimentos de mercado. A busca, aqui, foi estabelecer um debate conceitual através de um exemplo interessante por se relacionar a dois ativos voltados ao mesmo mercado. Ao final, em um mesmo período, duas empresas que são voltadas a um mesmo público (leitores), com um mesmo produto (livros) tiveram trajetórias distintas de valorização de seus negócios, apesar de irem na mesma direção.

O impacto efetivo e o novo padrão dos negócios ainda não são conhecidos, e talvez demorará ainda algum tempo para que isso ocorra. O fato é de que, independente da capacidade de avaliação dos investidores, é sempre necessário termos claro a percepção de que o mercado erra, continuamente, e sempre está atrás de um ponto de equilíbrio que jamais será conhecido.

REFERÊNCIAS

BARNES AND NOBLE WEB SITE. Disponível em: <www.bn.com>. Acesso em: 28 jul. 2000.

BERNSTEIN, P. L. **Desafio aos deuses**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

THE E-VOLUTION OF BIG BUSINESS. **Fortune Magazine**, n. 8, p. 62-102, Nov. 1999.
MARKET GUIDE. Disponível em: <www.marketguide.com>. Acesso em: 28 jul. 2000.

NASDAQ WEB SITE. Disponível em: <www.nasdaq.com>. Acesso em: 29 jul. 2000.

SOROS, G. **A alquimia das finanças**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996