

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

A Oferta Pública Inicial da Farfetch

Vasco Silva Cordeiro Constantino Rendas

Mestrado em Gestão

Orientador:

Prof. António Manuel Corte Real de Freitas Miguel, Professor Auxiliar,
Iscte Business School

dezembro, 2020



BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

A Oferta Pública Inicial da Farfetch

Vasco Silva Cordeiro Constantino Rendas

Mestrado em Gestão

Orientador:

Prof. António Manuel Corte Real de Freitas Miguel, Professor Auxiliar,
Iscte Business School

dezembro, 2020

Agradecimentos

Gostava de agradecer ao meu orientador António Freitas Miguel, pelo seu acompanhamento e contribuição ao longo da elaboração desta dissertação, mas, especialmente, por me ter suscitado tanto interesse por temas financeiros, em especial, o tema das IPOs.

À minha família, agradeço por terem estado sempre ao meu lado e por todo o apoio ao longo dos anos.

Aos meus amigos, que me deram constante força e nunca desistiram de mim.

Por fim, um obrigado especial à minha namorada, por me ter motivado para levar a cabo esta dissertação e por me ter apoiado nos bons e maus momentos ao longo de toda esta jornada.

Resumo

De acordo com Klova (2017), uma oferta pública inicial é a primeira venda pública das ações de uma empresa. Segundo Chemmanur e Fulghieri (1999), esta surge quando uma empresa pretende captar capital, tendo esta que emitir um certo número de ações a determinado preço. A Farfetch é uma plataforma portuguesa de *e-commerce* que agrega e vende roupas e acessórios de várias marcas do setor da moda de luxo. Fundada por José Neves, em 2007, é a primeira empresa portuguesa a atingir o estatuto de “unicórnio” – empresa avaliada em mais de mil milhões de dólares - e a primeira tecnológica nacional a ser cotada na bolsa de valores de Nova Iorque.

Este caso de estudo tem como objetivo principal o estudo da IPO da Farfetch. Assim, esta encontra-se dividida em 4 capítulos principais, que abordam os seguintes temas: revisão de literatura, descrição da empresa e da sua envolvente e depois, mais concretamente, a oferta pública inicial da Farfetch, a performance das ações da Farfetch após a sua entrada em bolsa e uma conclusão sobre o tema.

Palavras-chave: IPO (*oferta pública inicial*), Farfetch, *Underpricing*

Classificação JEL: G30; G32

Abstract

According to Klova (2017), an initial public offering is the first public sale of a company's shares. According to Chemmanur and Fulghieri (1999), this appears when a company intends to raise capital, having to issue a certain number of shares at a certain price. Farfetch is a Portuguese e-commerce platform that gathers and sells clothes and accessories from various brands in the luxury fashion sector. Founded by José Neves, in 2007, it is the first Portuguese company to achieve the status of “unicorn” - a company valued at more than one billion dollars - and the first national technological company listed on the New York Stock Exchange.

This case study has as main objective the study of Farfetch's IPO. Thus, it is divided into 5 main chapters, which address the following topics: literature review, description of the company and its surroundings, and after that, more specifically, the initial public offering of Farfetch, the performance of Farfetch shares after the entry on the stock exchange and a conclusion on the topic.

Keywords: IPO (*initial public offering*), Farfetch, *Underpricing*

JEL- Codes: G30; G32

Índice

Agradecimentos	i
Resumo	iii
Abstract	v
Glossário	xi
Capítulo 1. Revisão de literatura	3
1.1. Conceito de IPO (Initial Public Offering)	3
1.2. Timing de uma IPO	3
1.3. Tipos de IPO	4
1.3.1. Preço Fixo	4
1.3.2. Bookbuilding	4
2.3.3. Leilão	5
1.4. Métodos de Subscrição	5
1.4.1. Firm Commitment	5
1.4.2. Best-Effort Commitment	5
1.5. Motivações para a realização de uma IPO	6
1.6. Custos de uma IPO	7
1.7. Processo	8
1.8. Anomalias de uma IPO	8
1.8.1. Underpricing	8
1.8.2. “Hot Issue Markets”	10
1.8.3 Mau Desempenho das Ações a Longo Prazo	10
Capítulo 2. A empresa	11
2.1. História	11
2.2. Estrutura Organizacional da Empresa	12
2.3. Órgãos de Gestão e Estrutura Acionista	13
2.4. Negócio	14
2.4.1. Unidades de Negócio	14
	vii

2.4.2. Segmentos de Negócio	15
2.4.2.1. Digital Platform	16
2.4.2.2. In-Store	16
2.4.2.3. Brand Platform	16
2.4.3. Modelo de Negócio	16
2.5. Rondas de Investimento	18
2.6. Indicadores Financeiros e Operacionais	20
2.6.1. Receitas	21
2.6.2. Receitas por Área Geográfica	22
2.6.4. Resultados	24
2.6.5. Colaboradores	25
2.7. Concorrentes	26
2.8. Indústria	27
Capítulo 3. A Oferta Pública Inicial da Farfetch	31
3.1. Características da Oferta Pública Inicial	31
3.1.1. A Oferta	31
3.1.2. Prospeto	33
3.1.3. <i>Undewriters</i>	34
3.1.4. Custos	35
3.1.5. Resultados da Oferta	37
3.2. Primeiro Dia de Negociação	38
Capítulo 4. Performance das ações da Farfetch	39
4.1. Performance das Ações no Pós-IPO	39
4.2. Performance das ações no ano de 2020	42
Conclusões	45
Referências Bibliográficas	47
Anexos	49

Índice de Quadros

Quadro 2.1 - Diretores e Membros do Conselho de Administração da Farfetch a 31 de dezembro de 2019	13
Quadro 2.2 - Estrutura Acionista da Farfetch (31 de janeiro de 2020)	14
Quadro 2.3 - Rondas de Investimento na Farfetch, entre 2010 e 2016	19
Quadro 3.1 - Evolução das ações da Farfetch, por beneficiário, antes e depois da IPO	33
Quadro 3.2 - Distribuição de subscrições na IPO	34
Quadro 3.3 - Custos da IPO	35
Quadro 3.4 - Despesas da IPO	36
Quadro 3.5 - Receitas das ações Classe A	37
Quadro 3.6 - Resultados do IPO	37

Índice de Figuras

Figura 2.1 - Estrutura Organizacional da Farfetch	13
Figura 2.2 - Unidades e Segmentos de Negócio da Farfetch	16
Figura 2.3 - Modelo de Negócio da Farfetch Marketplace	17
Figura 2.4 - Economia da indústria da Farfetch	18
Figura 2.5 - Receitas por Segmento, por ano	21
Figura 2.6 - Distribuição de Receitas por Segmento, por ano	22
Figura 2.7 - Receitas por Área Geográfica, por ano	22
Figura 2.8 - Distribuição de Receitas por Área Geográfica, por ano	23
Figura 2.9 - Custo das Receitas e Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas, por ano	24
Figura 2.10 - Resultados da Farfetch, por ano	25
Figura 2.11 - Número de Colaboradores da Farfetch, por ano	25
Figura 3.1 - Evolução do preço das ações no dia da IPO	38
Figura 4.1 - Cotação diária das ações da Farfetch de 21 de setembro de 2018 a 31 de dezembro de 2019	39
Figura 4.2 - Comparação entre as ações da Farfetch e os Índices S&P 500; Dow Jones 30; Nasdaq; S&P Global Luxury de 21 de setembro de 2018 a 31 de dezembro de 2019	41
Figura 4.3 - Cotação diária das ações da Farfetch de 2 de janeiro de 2020 a 13 de novembro de 2020	42

Figura 4.4 - Comparação entre as ações da Farfetch e os Índices S&P 500; Dow Jones 30; Nasdaq; S&P Global Luxury de 1 de janeiro de 2020 a 13 de novembro de 2020

44

Glossário

CFO – *Chief Financial Office*

E.U.A – *Estados Unidos da América*

FINRA – *Financial Industry Regulatory Authority*

IPO – *Initial Public Offering*

NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

NYSE – *New York Stock Exchange*

SEC – *U.S. Securities and Exchange Commission*

USD – *United States Dollar*

Introdução

A história da Humanidade prova-nos que as sociedades modernas são o resultado de consecutivas mudanças e transformações. Numa perspetiva empresarial, isto deve-se às crescentes exigências do mercado, consumidores cada vez mais informados e dinâmicos, aliado ao surgimento de competidores cada vez mais fortes.

Na última década, estas transformações traduziram-se numa marcada revolução digital, que se manifesta nas mais diversas esferas sociais e que fez alterar muitos dos hábitos da população mundial. As empresas foram acompanhando esta revolução e a grande maioria do tecido empresarial português já se encontra adaptado ao digital.

A Farfetch surge, neste âmbito, como um fenómeno português do mundo da moda. No entanto, esta não é mais do que uma plataforma de e-commerce que agrega e vende roupas e acessórios de várias marcas do setor da moda de luxo - conceito, até à altura, inexplorado. Fundada por José Neves, começou com apenas cinco funcionários, naquela que podia ter sido o pior momento para investir num novo negócio: 2008 - ano de grande recessão económica global.

Pelo contrário, a crise mundial virou a seu favor, fazendo com que muitas das boutiques se vissem forçadas a investir no comércio online. Apesar de nunca ter dado lucro e de apenas acumular prejuízo, a Farfetch tem atraído inúmeros investidores ao longo dos anos.

O sucesso da marca fez com que Farfetch acabasse por ser a primeira empresa portuguesa a atingir o estatuto de “unicórnio” – empresa avaliada em mais de mil milhões de dólares - e a primeira tecnológica nacional cotada na bolsa de Nova Iorque.

Este caso de estudo será dividido em quatro grandes capítulos, cada um deles com a sua especificidade. Em primeiro lugar serão abordadas as várias teorias existentes relativamente às IPOs, apresentando-se as perspetivas de diversos autores.

Em seguida, será realizada uma análise interna e externa da empresa (capítulo 2). No que diz respeito à análise interna, abordar-se-á a história da Farfetch, a sua estrutura organizacional e acionista, unidades e segmentos de negócio, rondas de investimento e os indicadores financeiros e operacionais de maior interesse para o estudo. Já no que diz respeito à sua análise externa, irão ser descritos os seus concorrentes e a indústria onde a mesma se insere.

O capítulo 3, será focado essencialmente em todos os detalhes da oferta pública inicial da Farfetch, de forma a relacionar as teorias existentes acerca do tema das IPOs, com o caso concreto da Farfetch.

No capítulo 4, será realizada uma análise detalhada ao desempenho das ações da Farfetch desde a sua entrada para a bolsa de valores de Nova Iorque, a 21 de setembro de 2018, até ao dia 16 de novembro de 2020. Aqui a análise será realizada em dois períodos distintos: o primeiro, referente ao período pós-IPO, em 2019 e, o segundo, durante o período de 2020, de forma a entender o impacto da pandemia nas ações.

Por fim, apresentar-se-á todas as conclusões a que se chegou com a realização deste caso de estudo.

CAPÍTULO 1

Revisão de literatura

Atualmente, existe uma enorme variedade de estudos e teorias em torno das IPOs. Assim sendo, neste capítulo irão ser abordados alguns dos principais temas inerentes às ofertas públicas iniciais.

1.1. Conceito de IPO (Initial Public Offering)

Klova (2017), define uma oferta pública inicial como sendo a primeira venda pública das ações de uma empresa. Segundo Chemmanur e Fulghieri (1999), uma IPO está associada à captação de capital por parte de uma empresa, tendo esta que emitir um certo número de ações a determinado preço, diluindo assim a participação dos empresários na mesma.

O mercado de capitais está dividido entre o mercado primário e o mercado secundário. Neste primeiro, são emitidas novas ações, de modo a serem vendidas, com o propósito de angariar capital para a empresa. É aqui que se realiza a oferta pública inicial (IPO- initial public offering). Por sua vez, no mercado secundário, são os acionistas existentes que se encarregam de vender as suas participações na empresa, de forma a obterem lucro com as mesmas (Brealey et al. 2013).

1.2. Timing de uma IPO

Um dos temas bastante debatidos na literatura relacionada com as IPOs, diz respeito ao momento em que uma empresa deverá abrir o seu capital ao público em geral. Existem duas grandes teorias explicativas deste momento: a Teoria do ciclo de vida e a Teoria do *Market Timing*.

Teoria do ciclo de vida

Esta teoria defende que, à medida que uma empresa vai crescendo, torna-se economicamente mais viável a obtenção de capital externo através de uma IPO, sendo a oferta pública inicial uma consequência natural do amadurecimento de uma empresa. Segundo esta teoria, as empresas decidem abrir o seu capital, quando as mesmas necessitam de obter fundos de forma a financiarem o seu crescimento e a criarem um mercado público e líquido para os seus acionistas (Brau e Fawcett, 2006).

Teoria do Market Timing

A teoria do *Market Timing* assenta na ideia de que as empresas, ao realizarem uma oferta pública inicial, devem analisar previamente as condições económicas do mercado, de modo que as mesmas aumentem o seu valor de mercado, e assim, os acionistas possam tirar proveitos da sobreavaliação das ações.

Por outro lado, Ritter (1991) constata que os investidores aproveitam as denominadas “janelas de oportunidade” no momento em que as ações se encontram sobrevalorizadas, o que permitindo assim a obtenção de capital com custos mais reduzidos.

Segundo Pagano et al. (1998) os mercados ineficientes tendem a sobrevalorizar algumas ações. Assim, as empresas têm mais tendência a efetuar IPOs, quando empresas do mesmo setor têm as suas ações sobreavaliadas, aproveitando assim as “janelas de oportunidade”.

De acordo com Baker e Wurgler (2002), verifica-se que as empresas com menor alavancagem, são aquelas que emitiram ações quando o seu valor de mercado está mais alto. Pelo contrário, o inverso também se verifica.

1.3. Tipos de IPO

Segundo Katti e Phani (2016), existem três métodos pelos quais uma empresa pode realizar uma oferta pública inicial, entre eles estão: o método do Preço Fixo, o *Bookbuilding* e o Leilão.

1.3.1. Preço Fixo

Numa oferta através do método de *Preço Fixo*, a empresa emitente e os *underwriters* determinam o valor e a quantidade de a que pretende vender, sendo os mesmos conhecidos nos dias anteriores à oferta.

Uma das particularidades deste método é o facto de não ter em conta os níveis de procura por parte dos investidores, sendo os mesmos conhecidos apenas no final da oferta.

1.3.2. Bookbuilding

No método de *bookbuilding*, o *underwriter* conduz uma pré-fase da oferta, a chamada fase de marketing, onde o *underwriter* realiza roadshows de forma a dar a conhecer a oferta aos vários investidores, reunindo assim informações relativas à procura. Posteriormente são definidos intervalos de preço, até que por fim se chega a um preço final (Benveniste e Busaba, 1997).

Tanto Cornelli e Goldreich (2003) e Ljungqvist (2007), consideram este método o mais vantajoso aquando da entrada de uma empresa em bolsa, devido essencialmente ao facto de através do *bookbuiding*, são recolhidas as intenções relativamente aos investidores, o que facilita a determinação do preço da oferta.

1.3.3. Leilão

Através deste método, o *underwriter* nunca chega a entrar em contacto com os investidores. Como consequência, as ações são alocadas com base nas ordens de compra dos investidores. Cerca de uma semana antes da concretização da IPO, o *underwriter* *fixa* um preço mínimo base, a partir do qual os investidores emitem as suas ordens de compra, indicando a quantidade e o preço que pretendem. Assim, os *underwriters* conseguem determinar uma curva de procura, de onde estes partirão para determinar o preço de oferta.

1.4. Métodos de Subscrição

Segundo Ibbotson e Ritter (1995) os dois principais métodos de subscrição utilizados numa oferta pública inicial por parte dos *underwriters*, são os seguintes:

1.4.1. Firm Commitment

Segundo estes autores, num contrato de subscrição de *Firm Commitment*, o *underwriter* assume o risco da operação, comprando todas as ações da oferta com um desconto de subscrição. Apenas no momento da publicação do prospeto final, o banco subscritor garante entregar as receitas (líquidas de comissão) à empresa emissora, esteja a oferta totalmente subscrita, ou não.

1.4.2. Best-Effort Commitment

Já nos contratos de subscrição de *Best-Effort Commitment*, os *underwriters* comprometem-se a fazer os seus "melhores esforços" para vender entre um número mínimo e máximo de ações pré-estabelecido (Dunbar, 1998). No caso do número mínimo de ações oferecidas não serem vendidas, num período que normalmente tem a duração de 90 dias, o dinheiro dos investidores é devolvido, não recebendo as empresas emitentes qualquer dinheiro (Ibbotson e Ritter, 1995).

1.5. Motivações para a realização de uma IPO

Uma das questões fundamentais no tema das IPOs, está relacionada com os motivos pelos quais as empresas tornam o seu capital público, ou seja, a terem as suas ações cotadas no mercado de valores. Ritter e Welch (2002) afirmam que, na maioria das empresas, é realizada uma oferta pública de venda com o intuito de aumentar o capital próprio da mesma, assim como criar um mercado público onde fundadores e acionistas possam converter as suas participações em ganhos, com a venda futura das mesmas.

Também Bender e Ward (2009) defendem a existência de duas grandes motivações para a realização de uma IPO, categorizando-as em “*Cash-in*” e “*Cash-out*”. A primeira, segundo os autores, é realizada por empresas em crescimento e que pretendem angariar fundos, emitindo, para esse efeito, novas ações. Por outro lado, quando a principal motivação das organizações é de “*Cash-out*”, o principal interesse é que os acionistas já existentes vendam parte, ou a totalidade das suas participações nas empresas.

Apesar dos motivos anteriormente citados serem, na teoria, os que mais benefícios trazem para a abertura do capital de uma empresa, Brau e Fawcett (2006) efetuaram um estudo que contou com a opinião de centenas de CFOs e onde se concluiu que a obtenção de capital não se insere nas principais motivações para uma empresa efetuar uma oferta pública inicial. Neste estudo as principais motivações indicadas pelos gestores foram: (1) a criação de novas ações de forma a poderem realizar futuras aquisições, (2) o facto dos empresários pretenderem criar um preço de mercado para as suas empresas, (3) para aumentar a reputação das empresas, (4) para aumentar a base de investidores, (5) permitir que os CFO diversifiquem os seus investimentos, (6) para diminuir o custo do capital, (7) permitir que os investidores de risco vendam as suas participações, (8) atrair a atenção dos analistas, (9) a empresa está a ficar com falta de capital privado, (10) a dívida está a ficar muito cara.

Também Pagano et al. (1998), num estudo efetuado a empresas do mercado italiano, concluíram que as empresas não realizavam uma IPO com o intuito de se financiarem para futuros investimentos, mas sim para equilibrarem as suas contas depois de períodos de grande investimento e crescimento. Mais recentemente, Skalická et al. (2019) discutiram e estudaram quais as motivações das empresas que efetuaram uma oferta pública inicial na bolsa de valores de Praga, tendo concluído que a maioria procedeu à abertura do seu capital ao público motivados, essencialmente, pela saída de investidores e pelo desenvolvimento da imagem e publicidade das empresas.

1.6. Custos de uma IPO

Apesar de existirem vários motivos para uma empresa realizar uma oferta pública inicial, a mesma tem de ter em conta todas as desvantagens inerentes a este tipo de operação, de forma a tomar a decisão que mais beneficie a empresa.

Um dos custos a que as empresas emissoras mais têm atenção aquando de uma oferta pública inicial, diz respeito às comissões dos *underwriters*. Chen e Ritter (2000), concluíram que em 90% das IPOs de tamanho médio, realizadas nos E.U.A, no período de 1995 a 1998, as comissões dos *underwriters* foram, exatamente, 7% do valor total das receitas.

Por sua vez, Torstila (2003) analisou IPOs de várias partes do globo, reforçando a ideia de que as comissões pagas pelas empresas emitentes nos E.U.A se situavam nos 7% do valor das receitas das ofertas, contrastando com a Europa, onde esse valor diminuía para os 4%. A qualidade dos serviços prestados pelos *underwriters* apresenta-se como a principal justificação para esta diferença.

Segundo os dados mais recentes de (Ritter, 2020b) entre 1980 e 2019, o valor médio das comissões cobradas por *underwriters*, foram de 7,2% das receitas das IPOs.

Outro dos custos inerentes à abertura do capital de uma empresa, está relacionada com a perda de confidencialidade. Segundo (Campbell, 1979; Yosha, 1995), a perda de confidencialidade, é um dos custos a ter em conta no momento de uma empresa se financiar através da abertura de capital.

Também Maksimovic e Pichler (2001), referem que uma oferta pública inicial cria um mercado secundário para as ações da empresa emitente, o que, por sua vez, poderá levar à revelação de informação confidencial. Desta forma, reforça-se, novamente, a perda de confidencialidade como um custo inerente às IPOs.

Outro dos custos inerentes às ofertas públicas iniciais, está relacionado com a perda e controlo de autonomia por parte dos acionistas, assim Boulton et al. (2010) referem que, aquando da realização de uma oferta pública inicial, muitos gestores tomam medidas de forma a salvaguardarem o seu controlo, dando como exemplo a criação de uma estrutura de ações composta por duas classes. Também Brealey et al. (2013) referem que, na existência de classes duplas de ações, os acionistas detentores dessas mesmas ações, utilizam o poder de voto extra, para poderem impor a saída da administração mais fraca ou forçar a administração a adotar políticas que aumentem o valor para o acionista.

1.7. Processo

Uma oferta pública inicial é um processo bastante longo e complexo, que se inicia com a escolha de um *underwriter*, que normalmente atua como um intermediário financeiro entre a empresa que emite ações e os investidores (Brealey et al., 2013). Segundo (Ellis, Michaely, e O'Hara, (1999), o principal tipo de subscrição é a do *firm commitment*, ou seja, é quando o *underwriter* compra todas as ações que a empresa emite, revendendo-as de seguida ao público, sendo que a diferença pela qual o intermediário financeiro compra e posteriormente vende as ações é dado o nome de *spread* bruto.

Normalmente, os *underwriters* desempenham um triplo papel, dado que providenciam aconselhamento processual e financeiro, compram as ações emitidas pela empresa e, por fim, revendem-nas aos investidores. É nesta altura que os intermediários financeiros, em conjunto com as empresas, firmas de advogados e contabilistas preparam um documento de admissão a fim de ser aprovado pela SEC - Securities and Exchange Commission (isto, no caso da IPO ser realizada nos E.U.A). Esta declaração contém informações relacionadas com o passado financeiro da empresa e os seus planos para o futuro, sendo esta posteriormente aprovada pela SEC (Brealey et al., 2013).

Posteriormente à aprovação dada pela SEC, inicia-se o chamado período de marketing da oferta pública inicial, no qual os *underwriters*, ou seja, os intermediários financeiros, vão apresentando a IPO a potenciais investidores. No final deste período, as empresas emitentes e os *underwriters* reúnem-se na noite anterior à entrada da empresa em bolsa, para acordarem dois aspetos bastante relevantes da oferta: o número exato de ações a serem vendidas e o seu preço (Ellis et al., 1999).

1.8. Anomalias de uma IPO

Durante o processo de Oferta Pública Inicial, são relatadas algumas anomalias, de entre as quais se pode destacar o *underpricing* a curto prazo, a existência de “*hot issue markets*” e o mau desempenho das ações a longo prazo (Ritter, 1991).

1.8.1. Underpricing

Considera-se que uma ação se encontra subavaliada quando o preço inicial de uma IPO é inferior ao preço a que as ações são negociadas no final do primeiro dia de mercado. Assim sendo, o *underpricing* calcula-se através da diferença percentual entre o valor das ações aquando do fecho de mercado no primeiro dia de negociação e o preço inicial da sua oferta (Van Heerden e Alagidede, 2012).

Loughran e Ritter (2004) referem que durante os anos 80, a média de *underpricing* foi de, aproximadamente, 7%. No entanto, no período de 1990 a 1998 este valor fixou-se nos 15%, sendo que, nos dois anos seguintes, esse valor disparou para os 65%, tendo posteriormente, entre 2001 e 2003, diminuído para 12%.

Segundo dados de Ritter (2020), 2.093 empresas realizaram uma oferta pública inicial nos E.U.A. entre o período de 2001 a 2019, com uma percentagem média de *underpricing* de 13,7%. No que diz respeito às IPOs realizadas em 2018 - ano da IPO do caso em estudo -, foram efetuadas 134 ofertas públicas iniciais, com um valor médio de *underpricing* de 19,1%.

Existem diversas teorias explicativas do *underpricing*, de entre as quais se destacam as seguintes:

Teoria de Winner's Curse

Teoria de Evitar Processos Judiciais

Desde a entrada em vigor do *Securities Act* de 1933, que todos os participantes da oferta são obrigados a assinar o prospeto final, responsabilizando-se assim por eventuais omissões no mesmo. Assim, o *underpricing* é uma forma destes intervenientes evitarem processos judiciais no futuro por parte de investidores. (Ibbotson e Ritter, 1995).

Já Tiniç (1988) tinha referido que as empresas recorriam ao *underpricing* como forma de se protegerem contra possíveis litígios no futuro.

Lin, Pukthuanthong, Walker (2013) reuniram uma amostra de 13.759 empresas de 40 países diferentes, que realizaram uma oferta pública inicial, tendo encontrado uma relação positiva entre o *underpricing* e processos judiciais futuros contra as empresas emitentes.

Porém, Walker et al. (2015) não encontram relação entre o *underpricing* e os possíveis processos judiciais.

Reputação do Underwriter

Esta teoria defende que a reputação do *underwriter* é um fator que contribui para o *underpricing*. Isto sucede-se, uma vez que um *underwriter* prestigiado reduz a incerteza dos investidores relativamente à empresa, convencendo-os de que a IPO em causa é de alta qualidade.

Beatty e Ritter (1986) consideram que o *underwriter* tende a subvalorizar as ações da entidade emitente, uma vez que o preço das mesmas pode pôr em risco a sua reputação. Se o preço estabelecido para as ações for demasiado elevado, o risco de surgirem menos investidores aumenta e a reputação do *underwriter*, inevitavelmente, deteriora-se.

Num estudo efetuado por Brau e Fawcett (2006), através de entrevistas realizadas a gestores de várias empresas, estes enumeraram os motivos pelos quais existe uma subavaliação das IPOs, tendo mais de metade dos inquiridos enumerado o facto de os investidores terem de ser compensados por investir em IPOs como o principal motivo para a existência de uma subavaliação nas mesmas.

1.8.2. “Hot Issue Markets”

A segunda anomalia destacada na literatura, referente a IPOs, é a existência dos “*hot issue markets*”. Ibbotson e Jaffe (1975) definem um “*hot issue market*” como sendo as ações que obtiveram um rendimento muito acima da média no denominado *aftermarket*, ou seja, é quando a rendibilidade do primeiro dia de negociação, é superior à rendibilidade média verificada no primeiro mês da empresa em bolsa.

1.8.3 Mau Desempenho das Ações a Longo Prazo

Por fim, outra das anomalias verificadas é o mau desempenho das ações das empresas a longo prazo, fenómeno este que foi descrito por Ritter (1991), onde o autor reuniu uma amostra de 1.526 empresas que efetuaram uma IPO nos E.U.A, entre os anos de 1975 e 1984, tendo concluído que, em média, estas mesmas empresas nos durante os primeiros três anos posteriores à realização de uma oferta pública inicial, tinham fracos desempenhos nos mercados financeiros.

Loughran e Ritter (1995) reforçaram ainda mais este fraco desempenho das ações no pós-ipo, sendo que, os autores neste caso concluíram que este mau desempenho era perceptível nos cinco primeiros anos após a entrada em bolsa das empresas

CAPÍTULO 2

A empresa

2.1. História

A Farfetch é uma empresa de *e-commerce* de venda de artigos de luxo sediada em Londres. Foi fundada por José Neves, em 2007. A ideia surgiu quando o mesmo se encontrava na *Paris Fashion Week* a promover uma marca de calçado que havia criado em 1996. Durante essa semana, José Neves constatou três fatores que acabaram por ser determinantes para a criação da Farfetch. O primeiro foi que as empresas que se encontravam em maior crescimento e com melhor performance financeira eram aquelas que tinham apostado no mercado *online*. Em segundo lugar, que existia um grande número de marcas, multimarcas e *boutiques* que viam grandes potencialidades no comércio *online*. No entanto, estas não aderiam a esse modelo de negócio devido à falta de conhecimento e capacidade financeira. Apercebeu-se ainda que as grandes plataformas de *e-commerce* tinham alguma dificuldade em entrar no segmento de luxo da moda.

Assim sendo e tendo as condições reunidas, em outubro de 2008 é oficialmente lançada a plataforma tecnológica Farfetch, permitindo a venda de produtos de 25 *boutiques* em 5 países diferentes.

Apesar do sucesso inicial, uma das maiores adversidades que a Farfetch encontrou teve origem na crise financeira provocada pela falência do banco Lehman Brothers, pelo que a obtenção de financiamento não foi facilitada.

Foi então que, em 2010, uma das principais empresas europeias de capital de risco investiu na Farfetch. Neste ano, a empresa já trabalhava com 64 *boutiques* e tinha inaugurado os primeiros escritórios nos E.U.A. e no Brasil. Nos anos seguintes, a empresa cresceu a um ritmo acelerado e, em 2014, a mesma já possuía uma rede de parceiros constituída por mais de 300 *boutiques*, espalhadas por 35 países.

Em março de 2015, através de uma ronda de investimento liderada pela DST Global (empresa de capital de risco, que investe principalmente no setor da tecnologia), a empresa liderada por José Neves conseguiu angariar 86 milhões de dólares. Foi, por isso, considerada um “unicórnio”, ou seja, empresa avaliada em mil milhões de dólares. Neste mesmo ano, junta-se à rede de *boutiques* a primeira marca parceira da Farfetch. Mais tarde, a Farfetch adquire ainda a Browns (*Boutique* de renome em Londres), iniciando o desenvolvimento da *Store of The Future* e lançando a Farfetch Black & White. No ano seguinte, em 2016, já era parceira de 500 *boutiques* e 200 marcas.

Em 2017, a Farfetch revela a versão Beta da *Store of the Future* e inaugura o serviço de entregas em 90 minutos, disponível em 10 cidades ao longo de 4 continentes. Ainda durante este ano, uma das maiores empresas chinesas de comércio online, a JD.com, investe cerca de 397 milhões de dólares na Farfetch, facilitando assim a entrada da empresa portuguesa no mercado asiático.

Já no ano de 2018, a Farfetch realiza uma IPO com um preço de 20 dólares por ação. Como resultado desta operação, a empresa encaixou cerca de 885 milhões de dólares. Este foi um marco histórico para empresa, que ficou avaliada em 5 mil milhões de dólares.

Mais recentemente, em 2019, a Farfetch adquiriu a Stadium Goods e o Grupo New Guards.

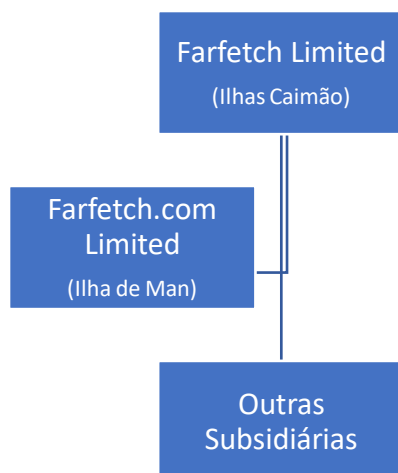
Atualmente, a plataforma de comércio de artigos luxo disponibiliza mais de 1.200 marcas e *boutiques* a consumidores espalhados por 190 países, e possui 14 escritórios em todo o mundo.

2.2. Estrutura Organizacional da Empresa

No período que antecedeu a oferta pública inicial da Farfetch, todo o negócio, incluindo as empresas subsidiárias, eram controlados através da Farfetch.com Limited (“Farfetch.com”). No entanto, e de modo a cumprir alguns requisitos necessários para efetuar a oferta, a 15 de maio de 2018, foi formada a Farfetch Limited.

Na figura 2.1., pode observar-se a estrutura do grupo no momento desta reorganização.

Figura 2.1 - Estrutura Organizacional da Farfetch



Fonte: Prospeco da Farfetch

2.3. Órgãos de Gestão e Estrutura Acionista

À data de 31 de dezembro de 2019, o quadro de diretores e membros do conselho de administração do grupo Farfetch era composto do seguinte modo:

Nome	Cargo
Diretores Executivos	
José Neves	Diretor Executivo e Copresidente do Conselho de Administração
Elliot Jordan	Diretor Financeiro
Stephanie Phair	Diretora de Clientes
Membros do Conselho de Administração	
Dana Evan	Membro do Conselho de Administração
Jon Kamaluddin	Membro do Conselho de Administração
Dr. Jon Jainwen Liao	Membro do Conselho de Administração
Natalie Massenet	Copresidente do Conselho de Administração
Danny Rimmer	Membro do Conselho de Administração
Michael A. Risman	Membro do Conselho de Administração
David Rosenblatt	Membro do Conselho de Administração

Quadro 2.2 - Estrutura Acionista da Farfetch (31 de janeiro de 2020)

Nome do beneficiário	Ações Ordinárias de Classe A		Ações Ordinárias de Classe B		Poder de Voto
	Nº	%	Nº	%	
Kadi Group Holding Limited	42 366 665	14,3%	-	-	3,7%
Morgan Stanley	38 984 008	13,1%	-	-	3,4%
Index Ventures V (Jersey), L.P.	27 780 375	9,4%	-	-	2,4%
Farhold (Luxembourg)	19 047 241	6,4%	-	-	1,7%
Tybourne Capital Management (HK) Limited	18 071 377	6,1%	-	-	1,6%
José Neves	2 191 076	< 1%	42 858 080	100%	74,3%
Outros Acionistas	148 300 186	50%	-	-	12,9%
Total	296 740 928	100%	42 858 080	100%	100%

Fonte: Relatório e Contas Farfetch 2019

No quadro 2.2, acima representado, é possível observar todos os investidores institucionais com uma participação igual ou superior a 5% no capital da empresa, sendo também possível constatar que os três principais acionistas, entre eles o *Kadi Group*, a *Morgan Stanley* e a *Index Ventures V*, possuem, em conjunto, 36,8% das ações ordinárias de Classe A da Farfetch.

Porém, e apesar dos acionistas referidos anteriormente serem os que possuem a maioria das ações de Classe A da Farfetch, José Neves, fundador e atual Diretor Executivo da mesma, é quem possui a maior percentagem de poder de voto, uma vez que possui a totalidade das ações de Classe B da empresa, classe essa que foi criada aquando da entrada Farfetch para a bolsa de valores. Este é um tema que será abordado posteriormente neste estudo.

2.4. Negócio

2.4.1. Unidades de Negócio

A Farfetch é composta pelas seguintes unidades de negócio:

- **Farfetch Marketplace:** é uma plataforma tecnológica que reúne, num único website, as melhores marcas, boutiques e designers de todo o mundo, dando a possibilidade a que consumidores em 190 países possam ter acesso a cerca de 1.200 marcas, boutiques e multibrands espalhadas por mais de 50 países em todo o mundo. Além da grande variedade de marcas disponibilizadas no website da Farfetch, outro dos aspetos que diferencia esta plataforma das outras já existentes é o facto da mesma proporcionar uma experiência única ao consumidor, eliminando toda a complexidade inerente ao serviço ao cliente: desalfandegamento, moeda local e pagamento. Ou seja, o preço que o cliente encontra no website é efetivamente o valor final de compra, não havendo “surpresas”, como o pagamento de taxas.

- **Farfetch Platform Solutions (FPS):** Serviço que permite que qualquer marca/empresa crie a sua própria plataforma digital com recurso a toda a tecnologia e logística da Farfetch.
- **Farfetch Store of the Future:** Desenvolve e implementa soluções tecnológicas de forma a revolucionar toda a experiência de compra do cliente, conectando a vertente física com a vertente digital.
- **Browns:** Foi adquirida pela Farfetch em maio de 2015 e trata-se de uma conceituada boutique britânica de venda de artigos de moda e luxo, que possui duas lojas físicas em Londres e uma plataforma online para venda dos seus produtos.
- **Stadium Goods:** É um marketplace com o propósito de comercializar produtos de calçado premium e de streetwear, possuindo uma loja física em Nova Iorque. A mesma foi fundada em 2015, por John McPheters e Jed Stiller. Posteriormente, em 2019, foi adquirida pela Farfetch.
- **New Guards Group:** É constituído por um grupo de 9 marcas de moda de luxo, de entre as quais podemos destacar a Off-White, Heron Preston, Palm Angels e Marcelo Burlon. A New Guards é responsável pelo design, fabrico e distribuição dos produtos destas marcas de luxo. No entanto, na sua maioria, possuem também lojas físicas próprias.

2.4.2. Segmentos de Negócio

Desde a aquisição da New Guards pela Farfetch, em 2019, todas as unidades de negócio referidas acima estão divididas em três grandes segmentos, tal como representado na figura seguinte:

Figura 2.1 - Unidades e Segmentos de Negócio da Farfetch



Fonte: Relatório e Contas da Farfetch

2.4.2.1. Digital Platform

Este segmento é constituído pela Farfetch Marketplace, Farfetch Platform Solutions, Farfetch Store of the Future e todos os outros canais de vendas *online* do grupo (BrownsFashion.com, StadiumGoods.com e todos os *websites* das marcas incluídas no portfólio da New Guards).

2.4.2.2. In-Store

Segmento que engloba todas as atividades realizadas “dentro de loja”, ou seja, em todas as lojas físicas que o grupo possui. Envolve a Browns, a Stadium Goods e algumas das marcas incluídas no portfólio da New Guards.

2.4.2.3. Brand Platform

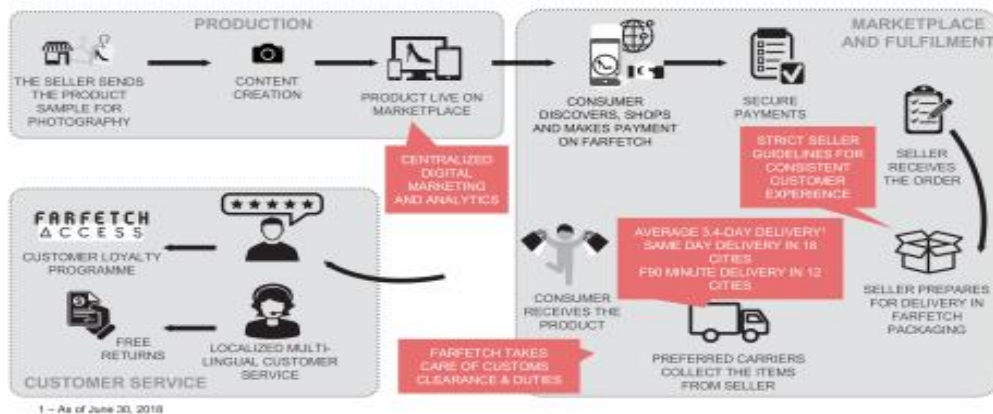
Este segmento é composto pelo *design*, produção, desenvolvimento, armazenamento e distribuição de todas as marcas pertencentes e licenciadas pela *New Guards*, incluindo também todas as operações das lojas franchisadas.

2.4.3. Modelo de Negócio

Como referido anteriormente, o Marketplace da Farfetch disponibiliza uma vasta gama de produtos de luxo a vários clientes em todo o mundo, num único *website*. Assim, este modelo de negócio permite à Farfetch incorrer num risco mínimo de inventário e não requiere o uso de um capital intensivo, no que diz respeito às operações de retalho.

Este modelo de negócio tem por base a seguinte gestão da cadeia de abastecimento, que se pode observar na figura 2.3:

Figura 2.3 - Modelo de Negócio da Farfetch Marketplace



Fonte: Prospecção da Farfetch

Na figura acima representada, pode-se constatar que as marcas e *designers*, numa primeira fase, enviam uma amostra dos seus produtos à Farfetch.

De seguida, os produtos são fotografados e disponibilizados na plataforma da Farfetch, acompanhados por uma descrição detalhada dos mesmos, elaborada pela Farfetch.

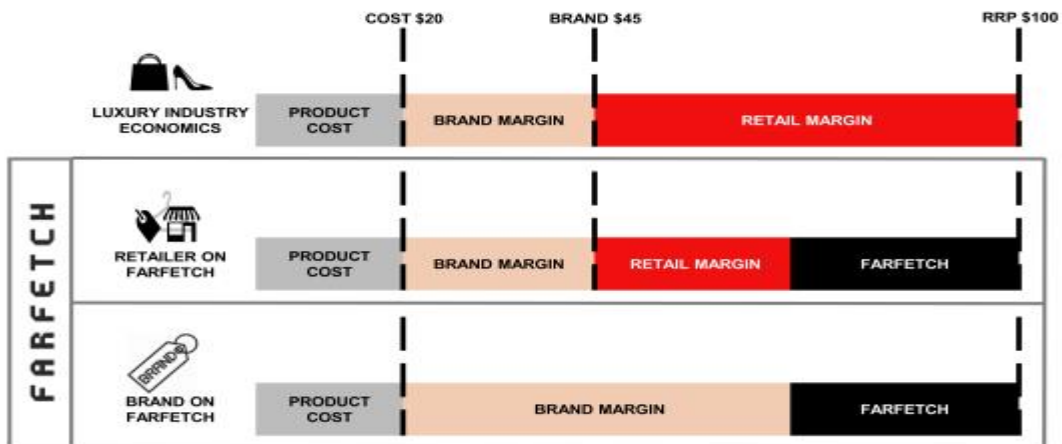
Posteriormente, ao interessarem-se pelo produto, os clientes realizam a compra, a Farfetch confirma o pagamento e as marcas recebem automaticamente os detalhes da encomenda.

Cada uma das marcas, depois de embalar os seus produtos, expede-os através de uma transportadora parceira da Farfetch e estes chegam à morada de destino no prazo de 3 a 4 dias.

Por fim, e já na fase de receção da encomenda por parte do cliente, todo o serviço de pós-venda é prestado pela Farfetch, caso necessário.

Com este modelo, existe uma relação *win-win*, entre a Farfetch e as marcas que pretendem vender os seus produtos na plataforma, como se pode visualizar na figura 2.4:

Figura 2.2 - Economia da indústria da Farfetch



Fonte: Prospeto da Farfetch

Conforme ilustrado na figura acima, o modelo económico da Farfetch permite que os vendedores obtenham uma margem significativa das suas vendas, mesmo após o desconto das comissões e outros pagamentos à Farfetch. Esta figura também ilustra a oportunidade significativa para as marcas que vendem diretamente no Farfetch Marketplace, de fazerem mais lucro. Assim, a Farfetch apresenta um modelo económico atraente para qualquer vendedor de luxo, permitindo que este expanda o seu negócio, não interferindo, ainda assim, com a sua economia. Os vendedores de luxo são assim capazes de atingir vendas incrementais, através da disponibilização do seu *stock* para um público global, otimizando-o sem ter que aumentar a sua área física.

2.5. Rondas de Investimento

Como já referido anteriormente, uma das adversidades enfrentadas pela Farfetch, inicialmente, foi a obtenção de capital. De modo a contornar esta dificuldade, a Farfetch captou financiamento através de rondas de investimento.

Normalmente, os financiadores destas rondas são investidores que procuram *start-ups* com um potencial de crescimento muito elevado, para assim investirem o seu dinheiro, em troca de uma participação no capital das empresas.

Quadro 1.3 - Rondas de Investimento na Farfetch, entre 2010 e 2016

Séries de Investimento	Investidores	
Série A	9 de julho de 2010 4.5M	- Advent Venture Partners
Série B	15 de janeiro de 2012 \$18M	-Index Ventures (Líder) -e.Ventures - Advent Venture Partners
Série C	3 de março de 2013 \$20M	-Condé Nast (Líder) - Index Ventures - e.Ventures - Advent Venture Partners
Série D	1 de maio de 2014 \$66M	-Vitruvian Partners (Líder) - e.Ventures - Ceyuan Ventures - Advent Venture Partners - Condé Nast - Huangpu River Capital
Série E	4 de março de 2015 \$86M	-DST Global (Líder) - e.Ventures - Fabrice Grinda - Infinity Ventures Japan - Felix Capital - Jose Marin - Caixa Capital - Vitruvian Partners - Condé Nast - Sandbridge Capital
Série F	4 de maio de 2016 \$110M	-IDG Capital (Líder) -Temasek Holdings (Líder) - Eurazeo (Líder) - e.Ventures - FJ Labs - Fabrice Grinda - Jose Marin - Vitruvian Partners

Fonte: Crunchbase

Como se pode observar no quadro 2.3, ao longo dos anos, a empresa liderada por José Neves tem vindo a atrair vários investidores. Em 2010, através da sua primeira ronda de investimento - a Série A -, a Farfetch conseguiu captar 4.5 milhões de dólares de um único investidor, a Advent Venture Partners.

Passados dois anos, através de uma segunda ronda, a Série B, a Index Ventures (líder deste financiamento), a e.Ventures e, novamente, a Advent Venture Partners investiram 18 milhões de dólares na Farfetch.

Nos anos seguintes, foram ainda realizadas quatro séries de investimento: a série C, com um investimento de 20 milhões de dólares; a Série D, onde foram arrecadados 66 milhões de dólares; a Série E, onde a Farfetch conseguiu angariar 86 milhões de dólares, ficando a mesma avaliada como uma empresa “unicórnio”; e, por fim, a Série F, onde 8 investidores investiram um total de 110 milhões de dólares na empresa.

Já no ano de 2017, o Kadi Group Holding Limited, uma subsidiária da JD.com - segundo maior *website* de comércio eletrónico da China -, investiu 397 milhões de dólares na Farfetch, tornando-se assim um dos seus maiores acionistas.

Já no presente ano, a 30 de janeiro de 2020, a empresa tecnológica chinesa *Tencent* e o fundo de investimento *Dragoneer*, investiram 125 milhões de dólares cada, em notas de dívida convertíveis da Farfetch, perfazendo um valor total de 250 milhões de dólares.

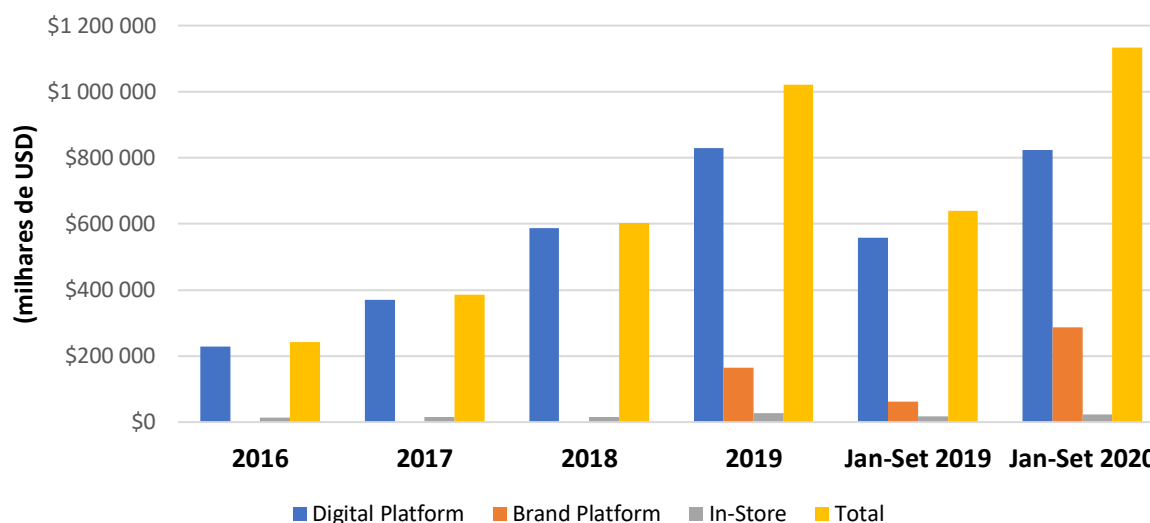
Mais recentemente, o grupo chinês de comércio eletrónico *Alibaba* e o grupo suíço *Richemont* investiram 300 milhões de dólares cada um, na da compra de obrigações convertíveis da Farfetch e também 250 milhões de dólares cada, na Farfetch China, subsidiária da Farfetch. Já a Artemis, grupo francês, reforçou a sua posição na estrutura acionista da Farfetch, ao adquirir 50 milhões de dólares em ações da mesma.

2.6. Indicadores Financeiros e Operacionais

Nesta secção irão ser analisados alguns indicadores importantes da Farfetch, desde 2016 até ao ano de 2019, abrangendo assim todo o espaço temporal anterior e posterior à oferta pública inicial. Serão também apresentados os indicadores dos primeiros nove meses de 2019 e 2020, de forma a analisar os efeitos da pandemia de Covid-19 nestes mesmos indicadores.

2.6.1. Receitas

Figura 2.3 - Receitas por Segmento, por ano



Fonte: Relatório e Contas Farfetch 2019 e Relatório do 3º trimestre de 2020 da Farfetch

Como se pode observar na figura 2.5, acima representada, a Farfetch, ao longo dos últimos anos, teve um crescimento exponencial no valor total das suas receitas, tendo o mesmo passado de \$242.116.000, em 2016, para \$1.021.037.000, em 2019, o que representou um aumento de 321,7%, em apenas três anos, no valor total das suas receitas.

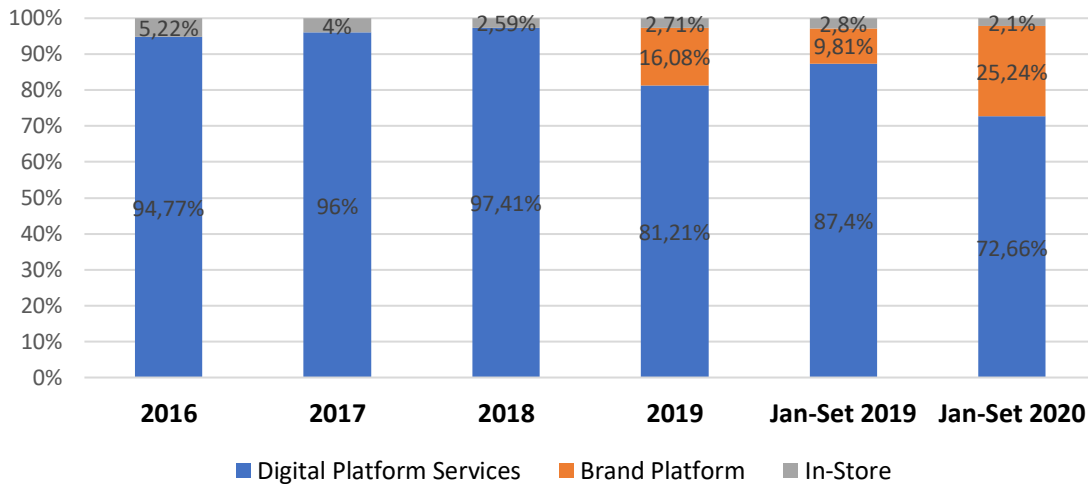
No que respeita às receitas dos primeiros nove meses do ano de 2020, também se constata um crescimento substancial, tendo as receitas totais, de janeiro a setembro de 2020, alcançado um valor de \$1.133.817.000, representando assim um crescimento de 77,49% face ao valor total das receitas do período homólogo de 2019.

Relativamente à distribuição de receitas por segmento, constata-se que desde o ano de 2016 a 2018, mais de 90% do total de receitas da empresa é proveniente de um único segmento, o *Digital Platform*, como se pode observar na figura 3.6.

É também possível observar que no ano de 2019, com a incorporação de um novo segmento na Farfetch - o *Brand Platform*, criado após a aquisição do grupo *New Guards*, este representou 16,08% das receitas totais da empresa no ano de 2019. Em relação ao segmento que engloba as lojas físicas - *In Store* -, é possível visualizar que o mesmo tem um impacto bastante reduzido nas receitas da empresa, tendo no último ano representado apenas 2,71% do total das mesmas.

No que respeita aos primeiros nove meses do ano de 2020, observa-se que o segmento de *Brand Platform* teve um crescimento acentuado, comparando com o mesmo período de 2019, isto deve-se sobretudo ao facto deste segmento só ter sido criado a partir do terceiro trimestre de 2019.

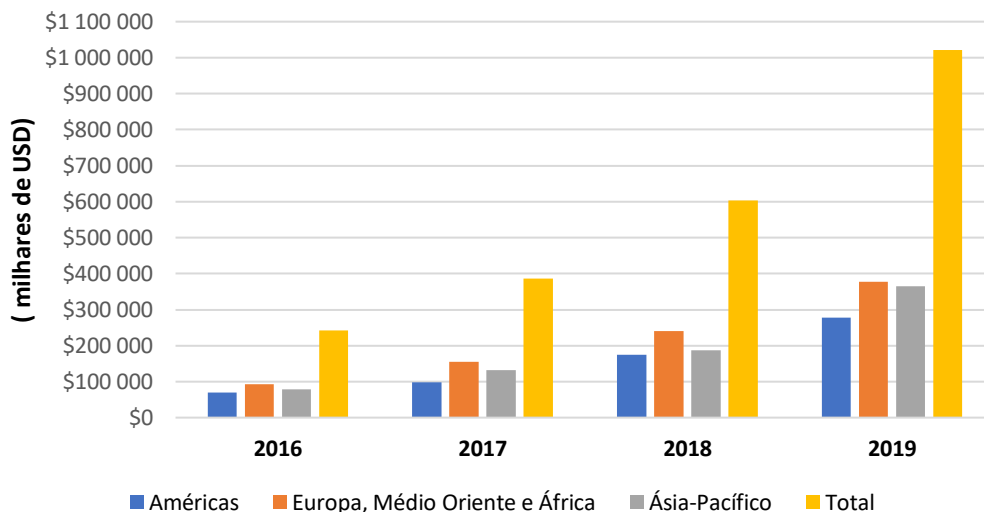
Figura 2.4 - Distribuição de Receitas por Segmento, por ano



Fonte: Relatório e Contas Farfetch 2019 e Relatório do 3º trimestre de 2020 da Farfetch

2.6.2. Receitas por Área Geográfica

Figura 2.5 - Receitas por Área Geográfica, por ano



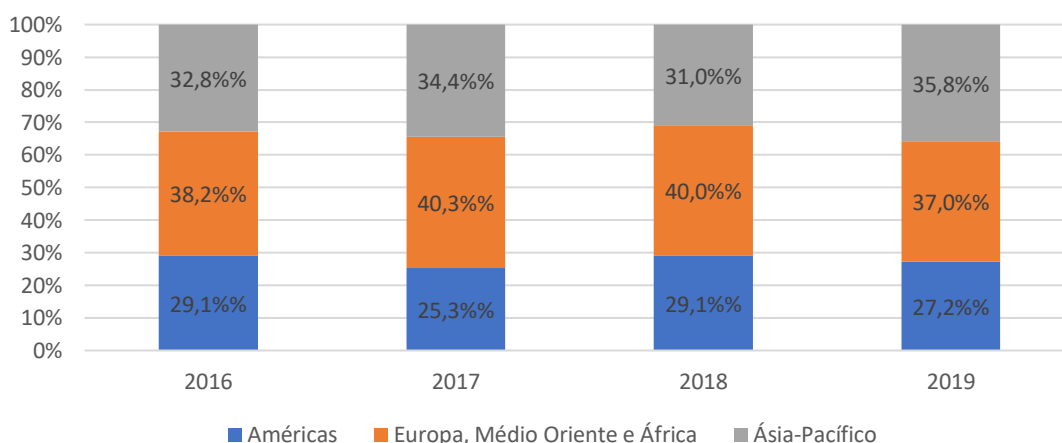
Fonte: Relatório e Contas Farfetch 2019

No que respeita às receitas por área geográfica, representadas na figura 2.7, é possível constatar que não existe uma grande discrepância entre as mesmas, tendo o valor de todas aumentado, ano após ano. Observa-se também, que as receitas provenientes da zona Ásia-Pacífico, são aquelas com uma maior taxa de crescimento, isto deve-se essencialmente à forte aposta da Farfetch no mercado asiático, com grande ênfase no mercado chinês.

A figura 2.8 permite entender a contribuição percentual de cada área geográfica no total das receitas da Farfetch entre 2016 e 2019. Destaca-se, neste período, a flutuação da região que ocupa sempre o primeiro lugar – a Europa, Médio Oriente e África face às outras duas regiões, sendo que as Américas, depois de ocuparem o segundo lugar entre 2016 e 2018, cederam esse lugar à Ásia-Pacífico em 2019. Olhando apenas para os dois últimos anos, percebe-se que a região Ásia-Pacífico tem vindo a ganhar importância à custa das outras duas áreas geográficas, o que é revelador de uma forte tendência de crescimento do mercado da Ásia-Pacífico.

Os meses de janeiro e setembro não se encontram representados, ao contrário do verificado nas análises anteriores, uma vez que as receitas por área geográfica não são apresentadas nos relatórios trimestrais da empresa.

Figura 2.6 - Distribuição de Receitas por Área Geográfica, por ano



Fonte: Relatório e Contas Ferfetch 2019

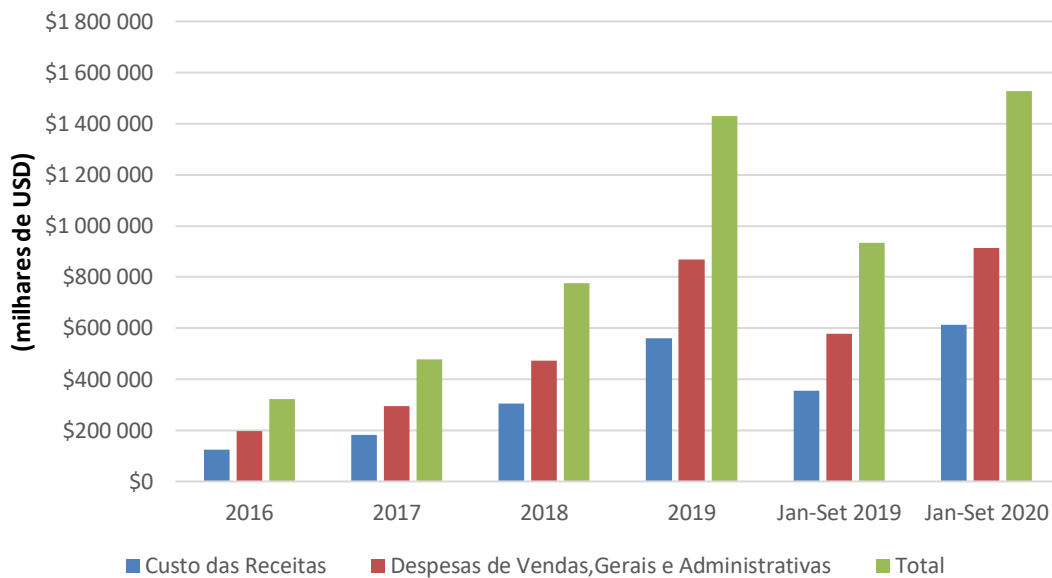
2.6.3. Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas

Os custos das receitas bem como as despesas de vendas, gerais e administrativas têm vindo a aumentar de forma sistemática, ano após ano, fortemente pressionados pela política de aquisições e expansão do negócio da Farfetch.

Desde o ano de 2016 até ao ano de 2019, estas duas componentes, em conjunto, aumentaram em média cerca de 65% ao ano.

Relativamente aos primeiros nove meses de 2020, observa-se que o custo destas duas componentes teve um aumento de 63,65%, comparativamente com o mesmo período de 2019, o que demonstra o não abrandamento do aumento de gastos por parte da Farfetch nos próximos tempos.

Figura 2.7 - Custo das Receitas e Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas, por ano



Fonte: Fonte: Relatório e Contas Farfetch 2019 e Relatório 3º trimestre de 2020 da Farfetch

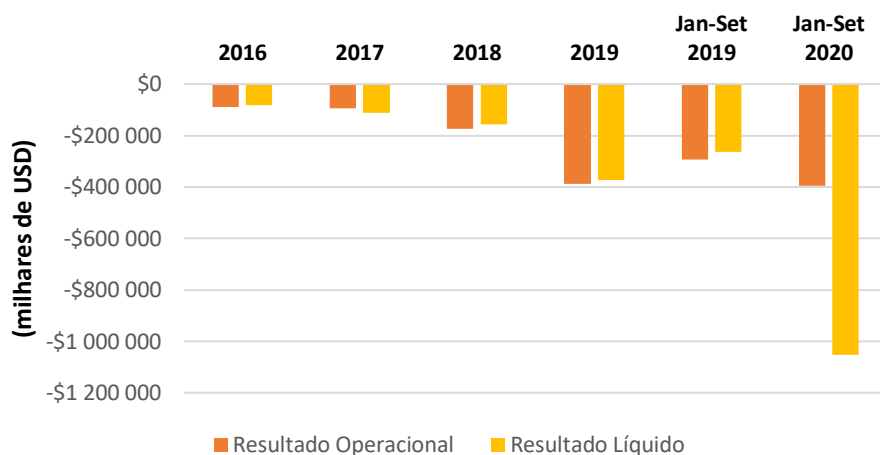
2.6.4. Resultados

Desde a fundação da empresa, a Farfetch sempre tem apresentado resultados negativos, porém isto nunca afastou o interesse dos investidores na empresa, como já se pôde ver anteriormente.

Estes prejuízos são resultado das enormes despesas que a empresa vai tendo ao longo dos anos, uma vez que a nível de receitas a Farfetch não poderia estar melhor.

Através da visualização da figura 2.10, é possível constatar que só nos primeiros nove meses de 2020, a Farfetch já possui um prejuízo maior do que em todo o ano de 2019, indicando assim um possível aumento dos prejuízos no ano de 2020.

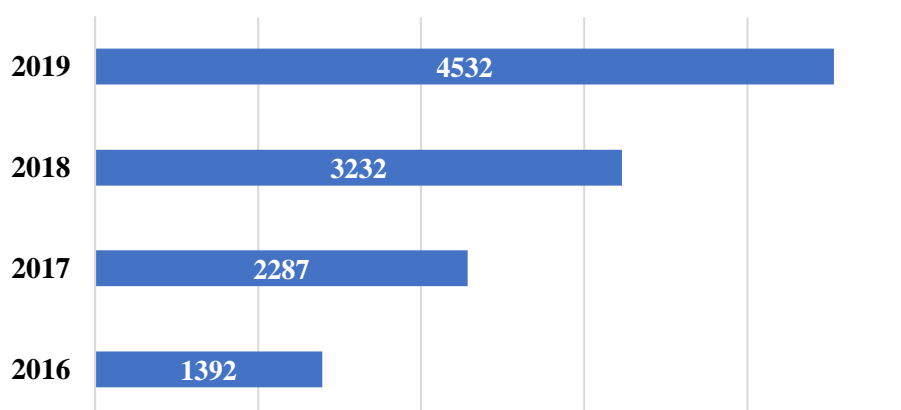
Figura 2.8 - Resultados da Farfetch, por ano



Fonte: Relatório e Contas Farfetch 2019 e Relatório do e 3º trimestre de 2020 da Farfetch

2.6.5. Colaboradores

Figura 2.9 - Número de Colaboradores da Farfetch, por ano



Fonte: Relatório e Contas Farfetch 2019

De acordo com a figura 2.11, o número de colaboradores da Farfetch tem vindo a aumentar, de forma exponencial, desde 2016, tendo mais que triplicado neste período de 3 anos (até final de 2019). Embora o aumento anual de colaboradores seja bastante forte, nota-se uma tendência de estabilização uma vez que as taxas de crescimento estão a diminuir entre 2016 e 2019: 64.3% em 2017, 41.3% em 2018 e 40,2% em 2019.

2.7. Concorrentes

Embora a Farfetch esteja inserida numa indústria bastante competitiva, a mesma acredita que não possui nenhum concorrente direto, pelo menos no que diz respeito à Farfetch Marketplace.

No entanto, os principais concorrentes indiretos dividem-se em 2 categorias distintas:

- Empresas tecnológicas, como a *Square* e o *Shopify*, que fazem concorrência à Farfetch, uma vez que permitem o comércio de moda, podendo atrair vendedores.

- Vendedores de luxo, que inclui revendedores de artigos de luxo online, como a *YOOX Net-a-Porter*; *multichannel players*; websites multimarca e *streetwear*, como a ASOS e lojas de venda de artigos de luxo, no geral.

Shopify

A *Shopify* lançou a sua plataforma de e-commerce em 2006. Esta tornou-se numa das ferramentas de e-commerce mais utilizadas em todo o mundo. Independentemente do tamanho do negócio, a *Shopify* possibilita a qualquer loja do mundo, a criação de lojas virtuais. As suas principais vantagens são a sua fácil utilização, que permite a qualquer lojista a utilizar e adaptá-la ao seu negócio, tanto para desktops, como para *smartphones*. No entanto, a sua vantagem mais relevante é o facto de poupar tempo e esforço ao lojista, fazendo a gestão automática do stock de produtos da página, por exemplo, fazendo com que esta se torne uma plataforma muito atrativa para lojistas e podendo desviar alguns dos potenciais clientes da Farfetch. No entanto, a *Shopify* não é a plataforma mais adequada, quando o público-alvo do comércio da marca é internacional, sendo este um ponto em que a Farfetch se encontra em grande vantagem.

YOOX Net-a-Porter

A *YOOX Net-a-Porter* surge através da fusão, em 2015, da *YOOX* com a *Net-a-Porter*, sendo esta uma revendedora de moda online.

A *Net-a-Porter*, fundada em 2000, tem como público-alvo as mulheres consumidoras de luxo, apreciadoras da revista digital *The Edit*, da *Porter Magazine*. Esta é uma revista de moda de luxo revolucionária, que combina a tradicional impressão das revistas, integrada com a possibilidade de compra digital. As suas edições são compostas por mais de 450 marcas dos estilistas mais apreciados do mundo, incluindo *Gucci*, *Saint Laurent*, *Givenchy*, *Valentino*, *Dolce & Gabbana* e *Stella McCartney* e mais de 200 marcas especializadas em beleza.

A *YOOX*, fundada também em 2000, é uma loja online, líder mundial no setor da moda, design e arte. Graças aos relacionamentos que conseguiu estabelecer com *designers*, fabricantes e revendedores oficiais em todo o mundo, a *YOOX* oferece uma ampla variedade de roupas e acessórios exclusivos para homens e mulheres, dos *designers* mais prestigiados do mundo, às coleções exclusivas de peças de design para decoração de casa, ao mesmo tempo que faz colaborações exclusivas com artistas de renome internacional.

Já o grupo *YOOX Net-a-Porter* é um ecossistema único de 4 lojas online multimarcas (*Net-a-Porter*, *Mr Porter*, *YOOX* e *The Outnet*) e inúmeras lojas de *flagship online*, alimentadas por uma plataforma de tecnologia e operações que atende mais de 4.3 milhões de clientes em 180 países em todo o mundo. A plataforma online *YOOX Net-a-Porter* tem como principais vantagens a garantia de entrega rápida e confiável para mais de 100 países, devoluções rápidas e fáceis e atendimento ao cliente eficiente. No entanto, a principal elemento diferenciador da marca é o facto de comercializar artigos exclusivos de moda de luxo.

ASOS

A ASOS é uma das maiores plataformas mundiais de e-commerce de moda, vendendo mais de 850 marcas, bem como a sua própria linha de roupas e acessórios. Esta não está integrada no mercado do luxo. No entanto, pode ser vista como uma ameaça para a Farfetch. Uma das suas principais vantagens é a sua recente inovação tecnológica, que permite aos clientes visualizar a forma como a roupa assenta em 16 silhuetas de corpos diferentes, possibilitando uma noção, o mais aproximada possível, de como é que a roupa assentaria no seu tipo de corpo.

2.8. Indústria

A Farfetch não se cinge a apenas uma indústria, mas a uma combinação de três, entre elas a indústria da moda de luxo, do comércio *online* e da tecnologia.

Apesar disto, neste subcapítulo irá ser analisado com maior profundidade o mercado dos bens de luxo, dado que o mesmo foi apresentado pela empresa no seu prospeto, no momento da sua entrada para bolsa de valores. Para esse efeito, serão utilizados os dados de um estudo realizado pela consultora *Bain & Company* em cooperação com a fundação *Altagamma*.

De acordo com o relatório apresentado pela consultora, apesar de o mercado de luxo ter vindo a registar, globalmente, aumentos de vendas sucessivos ao longo dos últimos 10 anos, os gastos relativos a todas as categorias de luxo diminuíram drasticamente em 2020, descendo cerca de 23% relativamente ao ano anterior como consequência da crise causada pelo Covid-19.

Mais concretamente, a consultora relatou que as vendas de bens pessoais de luxo - que incluem roupas, joias, relógios, produtos de beleza e acessórios - baixarão este ano pela primeira vez desde 2009. Já o mercado de luxo geral, que engloba bens e experiências de luxo, como jatos particulares, iates e vinhos – prevê-se que vá diminuindo progressivamente, de acordo com o relatório, que foi feito em colaboração com a fundação italiana de fabricantes de bens de luxo Altgamma.

No entanto, contrariamente às tendências globais previstas para 2020, a China tem visto o seu mercado interno crescer desde o início da pandemia de Covid-19. Deste há muitos anos que o mercado do luxo, tanto na Europa, como nos Estados Unidos, era sustentado por turistas internacionais - especialmente turistas chineses. De acordo com o relatório, em 2019, os consumidores chineses representavam grande parte do mercado da moda de luxo, significando estes cerca de um terço das vendas deste mercado.

Em 2020, com a instalação da pandemia de Covid-19, muitos dos voos internacionais estão a ser evitados, especialmente os voos turísticos. No entanto, de acordo com o 2020 *Fall Luxury da Bain & Company*, prevê-se que os consumidores chineses com mais poder económico mantenham os seus gastos em bens de luxo, mas agora internamente, já que a hipótese de viajar se encontra condicionada. Consequentemente, em 2020, espera-se que a China seja a única região a relatar um crescimento ao nível do mercado interno do luxo (de 45% relativamente a 2019) de modo a que atinja 44 mil milhões de euros. Assim, estima-se que a China, até 2025, se torne no maior mercado de luxo do mundo.

Durante e após a época de fim de ano de 2020, a Bain espera que as vendas de bens de luxo alterem, ao seu próprio ritmo, em cada região do mundo. Prevê-se que China, como explicado acima, recupere a uma velocidade rápida, enquanto a Ásia ainda está em processo de "recuperação". A América do Norte e do Sul devem ver melhorias nas suas vendas neste mercado a um ritmo mais "lento", tal como a Europa, que ainda se encontra com bastantes constrangimentos no que diz respeito à pandemia, uma vez que, tal como nos Estados Unidos, na Europa, os casos de Covid-19 mantêm um elevado crescimento. Este último é outro dos fatores que, em parte, contribuirá para que o mercado de luxo da China ultrapasse a Europa e as Américas até 2025, data na qual os consumidores chineses serão responsáveis por quase metade de todos os gastos no mercado do luxo, de acordo com o estudo.

Em 2020, também como consequência da pandemia de Covid-19, as compras online de bens de luxo duplicaram, passando estas a representar 23% do total das compras nesse ano, face aos 12% do total das compras no ano de 2019. De acordo com a consultora, prevê-se então que o e-commerce seja o principal canal de vendas de luxo, em todo o mundo, até 2025.

A empresa de consultoria prevê que o mercado de luxo irá crescer de 10% a 19% no ano de 2021, dependendo do desenvolvimento da pandemia, da distribuição eficaz de vacinas e da vontade dos consumidores para voltar a viajar. A Bain espera que o mercado de luxo global regresse aos níveis constatados em 2019 até o final de 2022 ou início de 2023, impulsionado pelo crescente comércio online da China neste mercado.

A Oferta Pública Inicial da Farfetch

A 21 de Setembro de 2018, a Farfetch alcançou um marco histórico ao começar a estar cotada na *New York Stock Exchange (NYSE)*. Neste capítulo irá ser abordado todo o processo inerente à abertura do capital de uma empresa em bolsa. Neste caso concreto, à abertura do capital da Farfetch na bolsa de valores de Nova Iorque.

Posteriormente, irá ser realizada uma análise mais aprofundada da oferta pública inicial da Farfetch através das informações disponibilizadas no prospeto, publicado pela empresa nos dias que antecederam a oferta. Por fim, será analisado o comportamento das ações no seu primeiro dia de negociação em bolsa.

3.1. Características da Oferta Pública Inicial

Como referido anteriormente na revisão literária deste estudo, existem vários motivos que levam as empresas a realizar uma oferta pública inicial. No caso da Farfetch, a mesma apresentou como principais propósitos os seguintes motivos: criação de um mercado público que possibilite a transação das suas ações, facilitar o acesso ao mercado de capitais, aumentar a visibilidade da empresa e, por fim, obter capital adicional. Através deste capital, a Farfetch pretendia, essencialmente, investir em fundo de maneio, no seu crescimento e na aquisição de outras empresas.

Assim, observa-se que as motivações apresentadas pela Farfetch aos seus investidores, vão ao encontro com o referido por Ritter e Welch (2002) e Brau e Fawcett (2006).

3.1.1. A Oferta

A IPO foi composta por 44.243.749 ações ordinárias de Classe A, ao preço de \$20 por ação, sendo que, destas ações, 33.609.891 eram emitidas pela Farfetch e as restantes 10.633.858 eram alocadas por acionistas da empresa que pretendiam alienar parte das suas participações nesta oferta. No que diz respeito a este último lote de ações, todas as receitas provenientes da venda das mesmas iriam para os detentores dessas ações e não para a empresa.

Nesta operação, os intermediários financeiros (*underwriters*) tinham o direito de exercer uma opção de *over-allotment*, também denominado de “*Greenshoe*”, ou seja, os intermediários da oferta poderiam adquirir até 15% do número máximo de ações disponibilizadas para venda nesta oferta, podendo assim efetuar a compra de um lote adicional de 6.636.562 ações de Classe A ao preço de \$20, num prazo de 30 dias, a contar do dia da oferta.

Outra das características desta oferta é o facto da Farfetch ter acordado com um dos seus maiores acionistas - o *Kadi Group Holding Limited* (subsidiária da *JD.com Inc*) -, uma venda privada das suas ações de Classe A. Nesse acordo ficou estabelecido que o Kadi Group compraria o total de um terço das ações necessárias para manter a mesma participação no capital da empresa.

Também nesta IPO, o grupo Artemis, demonstrou interesse na compra de um lote de ações de Classe A, com um valor máximo de 50 milhões de dólares, ao preço de \$20 por ação.

No seguimento desta oferta, a Farfetch ficaria com dois tipos de ações: as ações ordinárias de Classe A e as ações ordinárias de Classe B, tendo como diferença o número de votos por ação e o direito de conversão, como se pode ver em seguida:

Ações Ordinárias de Classe A: Cada ação tem direito a um voto e não é convertível para nenhum outro tipo de ação.

Ações Ordinárias de Classe B: Cada uma das ações tem direito a 20 votos e é convertível a qualquer momento para uma ação de Classe A.

A criação de uma classe dupla de ações, vai ao encontro do referido anteriormente por Boulton, Smart e Zutter (2010) que defendem que aquando da realização de uma oferta pública inicial, as empresas tendem a tomar medidas de forma a manterem o controlo da mesma, tendo isto acontecido com a Farfetch, em que posteriormente à oferta, a mesma ficou com duas classes de ações.

No quadro 3.1, é possível observar a distribuição relativa ao número de ações da empresa no pré e pós IPO:

Quadro 2.1 - Evolução das ações da Farfetch, por beneficiário, antes e depois da IPO

Beneficiário	Ações de Classe A (Pré IPO)		Ações de Classe B (Pré IPO)		% Total do poder de voto	Ações de Classe A (Pós IPO)		Ações de Classe B (Pós IPO)		% Total do poder de voto
	Nº de Ações	%	Nº de Ações	%		Nº de Ações	%	Nº de Ações	%	
Kadi Group Holding Limited	41.005.030	19,4%			3,8%	42.412.425	16,7%			3,8%
Index Ventures V (Jersey), L.P	28.359.930	13,4%			2,7%	28.359.930	11,2%			2,6%
Advent Private Equity Fund	27.288.125	12,9%			2,6%	24.559.310	9,7%			2,2%
Farhold (Luxembourg)	24.496.935	11,6%			2,3%	22.047.241	8,7%			2%
Advance Publications	14.838.410	7,0%			1,4%	14.838.410	5,9%			1,3%
DST Global IV, L.P	14.743.160	7,0%			1,4%	12.531.686	4,9%			1,1%
José Neves	1.692.478	*	42.858.080	100%	80,2%	1.696.377	*	42.858.080	100%	77,4%
Restantes Acionistas	62.605.421				7%	110.192.198	42,9%			9,6%
Total:	215.029.489	29,1%	42.858.080	100%	100%	256.637.577	100%	42.858.080	100%	100,0%

Fonte: Prospeto da Farfetch

Como se pode observar no quadro 3.1, no final desta oferta, caso os intermediários financeiros exercessem na sua totalidade a opção de *over-allotment* (o que acabou por acontecer) e caso o Kadi Group Holding Limited comprasse a totalidade das ações disponibilizadas no *private placement*, que também acabou por ocorrer, ficariam em circulação 256.637.577 ações ordinárias de Classe A.

3.1.2. Prospeto

Um prospeto é um documento requerido a qualquer entidade que pretenda realizar uma oferta pública inicial. Tem como principal função, elucidar os investidores de forma a que estes, através das informações contidas no documento, possam tomar a decisão de investir, ou não, na oferta. No primeiro prospeto preliminar publicado pela empresa a 5 de setembro de 2018, o mesmo informava que se planeava vender um total de 37.503.501 ações a um preço entre os \$15 e \$17.

Por sua vez, a 19 de setembro de 2018 foi publicado outro prospeto preliminar, onde desta vez a empresa pretendia disponibilizar 44.243.749 ações com um intervalo de preço entre os \$17 e os \$19.

Por fim, a Farfetch recebeu a notificação de efetividade da oferta por parte da SEC, no dia 20 de setembro de 2018, tendo se fixado as ações com um preço de \$20 cada na oferta, como se pôde ver anteriormente.

Assim sendo, observa-se que a Farfetch recorreu ao *bookbuilding* aquando da sua entrada em bolsa, utilizando vários intervalos de preços de forma a recolher as intenções dos investidores e a chegar ao melhor preço final possível, na ótica da empresa, tal como referido por (Cornelli e Goldreich,2003; Ljungqvist, 2007)

3.1.3. Undewriters

Como referido anteriormente, a escolha dos intermediários que auxiliam a empresa em todo o processo da IPO poderá ser determinante para o sucesso, ou fracasso da oferta. Posto isto, nesta secção irão ser abordados os intermediários que acompanharam a Farfetch na sua entrada na bolsa de valores.

No quadro 3.2., pode-se visualizar todos os intermediários financeiros que participaram na IPO da Farfetch, bem como a quantidade de ações subscritas pelos mesmos e a sua respetiva percentagem.

Quadro 3.2 - Distribuição de subscrições na IPO

Intermediários Financeiros	Nº de Ações de Classe A	%
Goldman Sachs & CO. LLC	14.374.965	32,49%
J.P. Morgan Securities LLC	12.520.130	28,30%
Allen & Company LLC	5.564.502	12,58%
UBS Securities LLC	4.637.085	10,48%
Credit Suisse Securities (USA) LLC	2.144.120	4,85%
Deutsche Bank Securities Inc	2.144.120	4,85%
Wells Fargo Securities, LLC	1.072.060	2,42%
Cowen and Company, LLC	1.072.060	2,42%
BNP Paribas Securities Corp.	714.707	1,62%
Total	44.243.749	100,00%

Fonte: Prospeto da Farfetch

Pode-se constatar que a *Goldman Sachs & CO. LLC* e a *J.P. Morgan Securities LLC*, dois dos bancos de investimento mais conceituados em todo o mundo, subscreveram mais de metade de toda a oferta, atuando estes dois bancos de investimento, em conjunto com *Allen & Company LLC* e *UBS Securities LLC*, como os representantes dos subscritores desta oferta.

Constata-se assim, que a Farfetch utilizou o método de subscrição de *Firm Commitmet*, comprando os *underwriters* todas as ações da oferta, de forma a revendê-las e no final lucrarem com o spread bruto cobrado à empresa emitente.

Relativamente ao lote suplementar de ações que os *underwriters* poderiam comprar, constituído por 6.636.562 ações ordinárias de Classe A, o mesmo seria distribuído aproximadamente na mesma proporção observada no quadro 3.2.

3.1.4. Custos

Os custos incorridos por uma empresa aquando da sua entrada em bolsa são dos aspetos mais importantes a ter em conta no momento de tomada de decisão ao realizar uma IPO, de forma a alcançar os melhores resultados para a empresa.

Assim sendo, no quadro 3.3 ilustrado abaixo, pode-se visualizar um dos custos mais impactantes numa oferta pública inicial - os custos inerentes aos intermediários financeiros, também designado como *spread* bruto dos *underwriters*.

Quadro 3.3 - Custos da IPO

Despesas	Valor
Por Ação	\$1,15
Spread Bruto dos <i>underwriters</i> e comissões a serem pagas por:	
Farfetch	\$46.283.421
Acionistas vendedores	\$12.228.937
Total	\$58.512.358

Fonte: Prospeto da Farfetch

Os valores acima apresentados, são referentes à oferta pública inicial com o lote suplementar de ações incluído, o que, para efeitos de custos, só tem impacto no valor pago pela Farfetch.

Posto isto, os custos referentes aos intermediários financeiros tiveram um valor total de \$58.512.358. Destes, \$46.283.421 foram pagos pela Farfetch e o valor remanescente de \$12.228.937 foi pago pelos acionistas, que venderam parte das suas participações na empresa, nesta oferta.

Relativamente ao spread bruto pago pela Farfetch aos underwriters, consegue-se observar que o mesmo é muito idêntico aos valores referidos por (Chen e Ritter, 2000; Ritter, 2020b; Torstila, 2003), sendo que para estes autores o valor do spread bruto se situava nos 7%, e o da Farfetch situou-se nos 6,61% das receitas obtidas.

No quadro 3.4, abaixo representado, é possível visualizar outras despesas relacionadas com a IPO da Farfetch, perfazendo um valor total de \$8.168.866, sendo que apenas os três primeiros valores são reais, tendo os restantes sido estimados pela empresa. Porém, a Farfetch, no seu Relatório e Contas de 2018, refere que o valor total destas despesas foi de, aproximadamente, \$11.900.000.

Quadro 3.4 - Despesas da IPO

Despesas	Valor
Taxa de registo na SEC (<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>)	\$120.357
Taxa de preenchimento na FINRA (<i>Financial Industry Regulatory Authority</i>)	\$145.509
Taxa de listagem na NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)	\$180.000
Taxas de agentes de transferências	\$10.000*
Despesas de impressão e gravação	\$315.000*
Despesas e comissões legais	\$3.813.000*
Despesas e comissões de contabilidade	\$1.485.000*
Custos diversos	\$2.100.000*
Total	\$8.168.866

Fonte: Prospecção da Farfetch

*Valores estimados

3.1.5. Resultados da Oferta

No final desta oferta, como se pode observar no quadro 3.5, foram vendidas um total de 50.880.311 de Ações de Classe A da Farfetch, sendo que destas, 40.246.453 foram vendidas pela Farfetch (incluindo o lote suplementar), e as restantes por acionistas existentes, perfazendo assim um total de \$1.017.606.220 de receitas.

Quadro 3.5 – Receitas das Ações de Classe A

	Nº de Ações Ordinárias de Classe A	Valor por Ação	Receita
Farfetch	33.609.891	\$20	\$672.197.820
Lote Suplementar ("GreenShoe")	6.636.562	\$20	\$132.731.240
Selling Shareholders	10.633.858	\$20	\$212.677.160
Total	50.880.311	\$20	\$1.017.606.220

Fonte: Prospeto da Farfetch

Analisando o quadro 3.6, abaixo ilustrado, pode-se constatar que, no final desta IPO, a Farfetch obteve um resultado total de \$746.745.639, líquido de *spreads* brutos e comissões de *underwriters*, enquanto que os acionistas que venderam parte das suas participações nesta oferta, arrecadaram \$200.448.223.

Quadro 3.6 - Resultados do IPO

	Farfetch	Selling Shareholders
Nº de Ações	40.246.453	10.633.858
Receita	\$804.929.060	\$212.677.160
<i>Spread Bruto e comissões de Underwriters</i>	\$46.283.421	\$12.228.937
Outras Despesas	\$11.900.000	\$0
Resultado	\$746.745.639	\$200.448.223

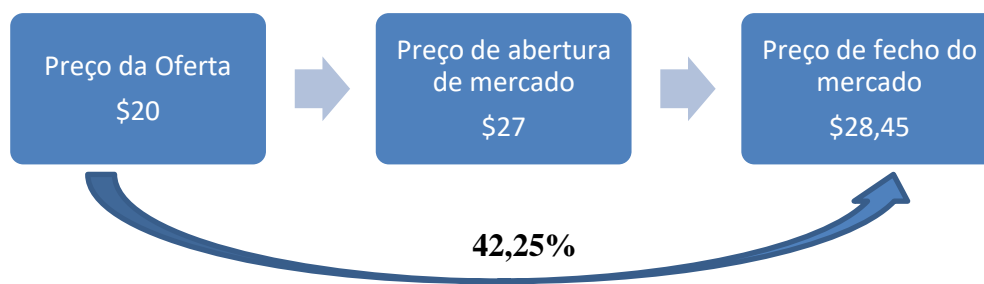
Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Prospeto da Farfetch e do Relatório e Contas Farfetch 2018

3.2. Primeiro Dia de Negociação

Na sua estreia em bolsa, as ações da Farfetch começaram a ser negociadas pelo valor de \$27 por ação. Neste mesmo dia, as ações atingiram um valor máximo de \$30,60, encerrando a sessão ao preço de \$28,45 por ação e com um volume de 25.427.173 ações transacionadas.

Na figura 3.1 é possível observar a existência de uma rendibilidade de 35% comparando o preço fixado na oferta, de \$20, e o preço a que as ações começaram a ser negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque no dia 21 de setembro de 2018.

Figura 3.1 - Evolução do preço das ações no dia da IPO



Fonte: Elaborado pelo autor com base nas cotações da Farfetch no Yahoo Finance

No entanto, e segundo a definição de *underpricing* de Van Heerden e Alagidede (2012), que nos diz que o *underpricing* é calculado através da diferença percentual entre o preço da oferta e o preço de fecho de mercado no primeiro dia de negociação das ações. Assim sendo, no caso da Farfetch, observou-se um *underpricing* de 42,25%, como é possível de observar na figura 3.1 acima representada.

Assim sendo, no caso da Farfetch, observou-se um *underpricing* de 42,25%, como é possível de observar na figura 3.1 acima representada.

Este valor de *underpricing*, foi bastante superior à média relatada por Loughran e Ritter (2004) e aos valores mais recentes descritos por Ritter (2020).

Das teorias explicativas do *underpricing*, e relatadas na revisão literária deste estudo, uma das aplicáveis ao caso da Farfetch é a da reputação dos *underwriters*, referida por Beatty e Ritter (1986). Sendo todos os *underwriters* desta oferta bastante conceituados, uma das explicações possíveis para o *underpricing*, poderá estar no facto dos subscritores não quererem arriscar a sua reputação, subavaliando as ações de forma a que as mesmas sejam todas vendidas aos investidores.

Performance das ações da Farfetch

Neste capítulo, irá ser realizada uma análise detalhada ao desempenho das ações da Farfetch desde a sua entrada para a bolsa de valores de Nova Iorque, a 21 de setembro de 2018, até ao dia 16 de novembro de 2020, sendo estes divididos em dois períodos distintos de análise.

4.1. Performance das Ações no Pós-IPO

Na figura 4.1, é possível observar o desempenho das ações da Farfetch desde a sua entrada em bolsa, até ao final do ano de 2019.

Figura 4.1 - Cotação diária das ações da Farfetch de 21 de setembro de 2018 a 31 de dezembro de 2019



Fonte: Elaborado pelo autor com base nas cotações da Farfetch no Yahoo Finance

Na figura 4.1 constata-se que, a partir do segundo dia posterior à entrada em bolsa da Farfetch, as ações da empresa desvalorizaram abruptamente, tendo chegado ao valor de \$17,71 por ação, no último dia do ano, representando assim uma desvalorização de 37,75%, comparativamente com o preço de fecho no primeiro dia de negociação.

Verifica-se neste caso concreto uma das anomalias relatadas por (Ibbotson e Jaffe,1975; Ritter,1991), o “*hot issue market*”, uma vez que neste caso concreto, a rentabilidade do primeiro dia de negociação, é superior à rentabilidade média do primeiro mês.

Apesar desta desvalorização se ter prolongado até ao início de janeiro de 2019, atingindo um valor mínimo de \$16,40 por ação no dia 3 de janeiro de 2019, a tendência veio-se a inverter, e as ações no final do mês de fevereiro valorizaram, alcançando no dia 4 de março o valor de \$29,69 por ação.

Esta valorização deveu-se sobretudo ao anúncio de duas novas parcerias, com a Harrods e JD.com, e à apresentação dos resultados anuais de 2018, onde apesar do aumento de prejuízos, também se verificou um grande aumento das receitas, como já referido na secção de indicadores financeiros e operacionais da empresa, tendo estes fatores dado confiança aos investidores.

Já no quinto mês de 2019, a empresa apresentou os resultados referentes ao primeiro trimestre desse mesmo ano, tendo reportado prejuízos de 109.3 milhões de dólares, o que representou um agravamento das perdas de 115,4% face ao período homólogo de 2018. Como consequência, no dia posterior à apresentação dos resultados, a 16 de março, as ações desvalorizaram 10,58% comparativamente com o dia anterior, fixando-se nos \$22,65 por ação.

No dia 8 de agosto de 2019, a Farfetch anunciou a aquisição do grupo *New Guards*, por 675 milhões de dólares, e apresentou os resultados referentes ao segundo trimestre de 2019, onde reportou prejuízos de 89.6 milhões de dólares, representando um aumento dos prejuízos de 406,89%, face ao mesmo período do ano anterior, fazendo aumentar os receios dos investidores em relação à rentabilidade da empresa no futuro.

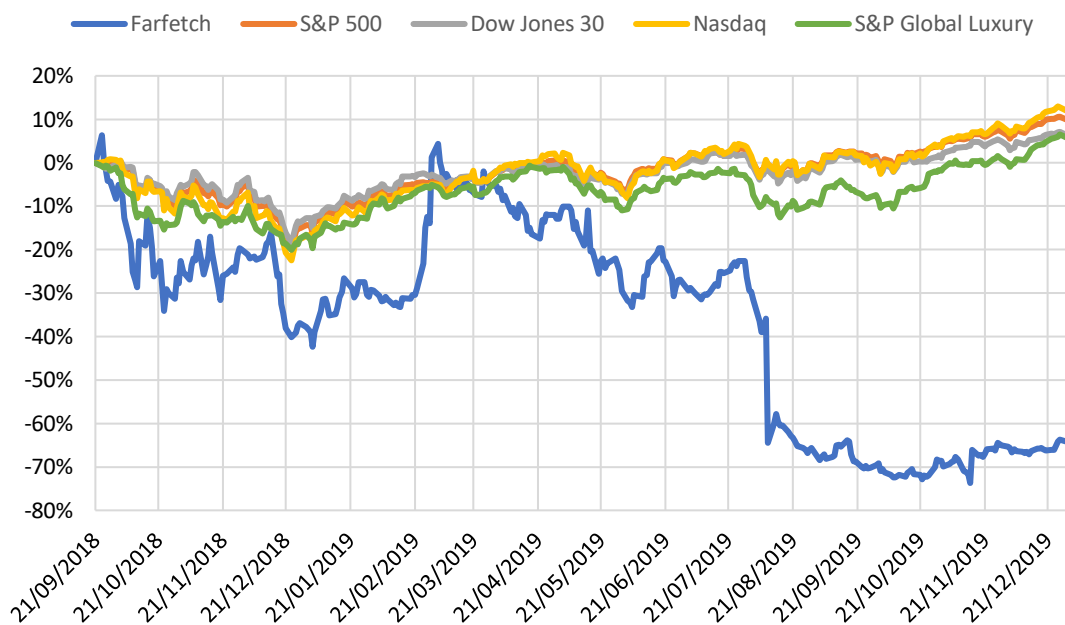
Consequentemente, no dia seguinte à apresentação de resultados e anúncio da aquisição do grupo *New Guards*, o valor das ações caiu a pique, tendo-se fixado nos \$10,13 por ação, o que representou uma desvalorização de 44,49% num único dia, a maior até então.

Esta tendência de queda das ações da Farfetch foi-se verificando até ao dia 14 de novembro de 2019, onde as ações fecharam com um mínimo histórico de \$7,48 por ação. No final deste mesmo dia, foram apresentados os resultados referentes ao terceiro trimestre de 2019, onde a empresa reportou um aumento de 90% das suas receitas e um aumento de 10% dos seus prejuízos face ao período homólogo de 2018.

Com isto, no dia seguinte à apresentação dos resultados, as ações valorizaram 29,28%, tendo encerrado a sessão desse dia com um valor de \$9,67 por ação. Até ao final do ano, as ações foram tendo uma tendência positiva, tendo fechado o ano com um valor de \$10,35 por ação.

De modo a compreender de que forma os mercados financeiros tiveram influência na desvalorização tão acentuada da Farfetch no pós-ipo, na figura 4.2 está representada uma comparação entre a rentabilidade acumulada das ações da Farfetch com os principais índices de referência norte americanos e o S&P Global Luxury, que é composto pelas 80 maiores empresas inseridas na produção ou distribuição de bens de luxo, bem como a prestação de serviços de luxo, e que se encontram cotadas em bolsa.

Figura 4.2 - Comparação entre as ações da Farfetch e os Índices S&P 500; Dow Jones 30; Nasdaq; S&P Global Luxury de 21 de setembro de 2018 a 31 de dezembro de 2019



Fonte: Elaborado pelo autor com base nas cotações da Farfetch e dos Índices no Yahoo Finance

Como se pode observar na figura 4.2, nas semanas seguintes à entrada da Farfetch em bolsa, e até ao final do ano de 2018, os quatro índices representados, tiveram uma fase de decréscimo, causadas essencialmente pela guerra comercial entre os E.U.A e China, obtendo rendibilidades acumuladas negativas, o mesmo acontecendo com as ações da Farfetch.

No entanto, esta tendência decrescente foi revertida logo no início de janeiro de 2019, tendo os quatro índices terminado o ano com rendibilidades positivas. O mesmo não se pode dizer em relação às ações da Farfetch, que apesar de terem iniciado o ano de 2019 em crescimento, nos primeiros dias de março decresceram, tendo terminado o ano com uma rentabilidade negativa de 63,62%, comparando com o preço de fecho do primeiro dia de negociação em bolsa.

Em suma, desde a oferta pública inicial da Farfetch, até ao final do ano de 2019, as ações da empresa tiveram durante a maior parte deste período uma rentabilidade muito inferior à dos índices representados, excetuando os dois dias seguintes à IPO, e aquando do anúncio das suas parcerias e relatório de contas de 2018, no final de fevereiro.

4.2. Performance das ações no ano de 2020

Na figura 4.3, é possível observar o desempenho das ações da Farfetch ao longo do ano de 2020.

Figura 4.3 - Cotação diária das ações da Farfetch de 2 de janeiro de 2020 a 13 de novembro de 2020



Fonte: Elaborado pelo autor com base nas cotações da Farfetch no Yahoo Finance

Como se pode observar, as ações da Farfetch iniciaram o ano de 2020 com um valor de \$11,11 por ação, tendo as mesmas valorizado 10,33% no último dia de janeiro, devido ao investimento de 250 milhões de dólares por parte da Dragoneer e da Tencent na Farfetch.

No final de fevereiro, devido ao receio que se começava a sentir nos mercados devido ao aparecimento da pandemia da Covid-19, as ações da empresa tiveram uma queda de 22,56% em apenas quatro dias, tendo atingido o valor de \$9,51 no dia 27 de fevereiro.

No final desse mesmo dia, a Farfetch apresentou os resultados do quarto trimestre e de todo o ano de 2019, e apesar dos prejuízos apresentados novamente, os mesmos foram menos do que os esperados pelos analistas, tendo as receitas também aumentado mais de metade, o que “animou” os investidores, fazendo as ações valorizarem 17,46% no dia seguinte.

No entanto, com o alastramento da Covid-19 por todo o mundo, e com o confinamento total na maioria dos países, os mercados financeiros presenciaram enormes quedas, e as ações da Farfetch não foram exceção, com as mesmas a fechar a sessão de dia 2 de abril com um valor de \$6,84 cada, o valor mais baixo de sempre desde a entrada em bolsa da empresa.

A 14 de maio, a empresa apresentou os resultados referentes ao primeiro trimestre de 2020, onde reportou um aumento das receitas de 90%, e um aumento dos prejuízos de 1,92%. Embora as ações tenham desvalorizado 11,26% no dia seguinte à apresentação destes resultados, as mesmas inverteram a tendência nas semanas seguintes, e no final de julho, as ações da empresa estavam com um valor de \$25,63 cada.

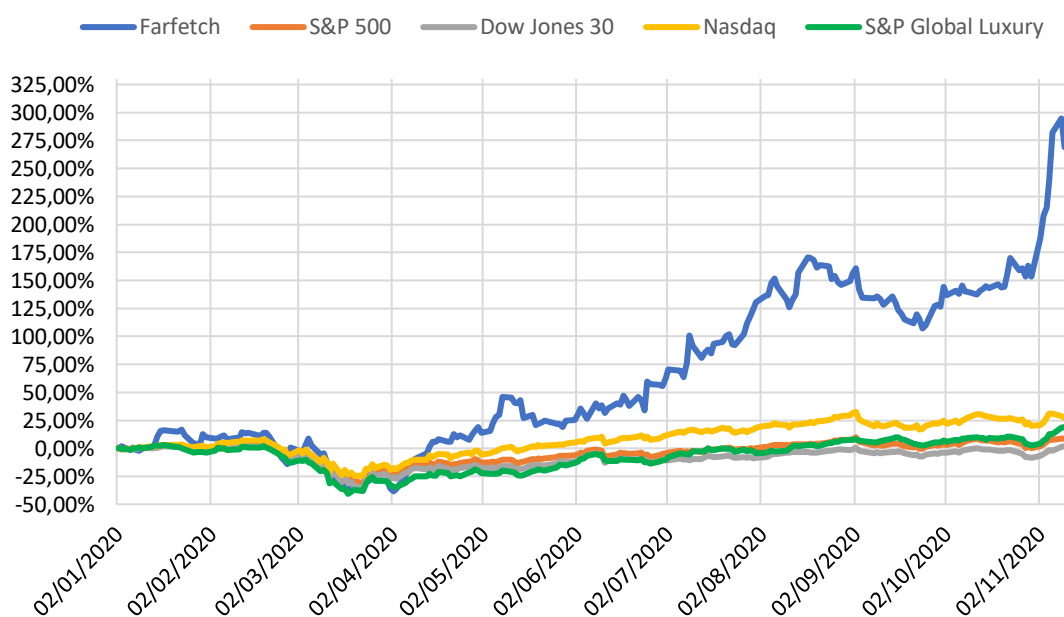
Já em agosto, com a apresentação dos resultados do segundo trimestre do ano, em que a Farfetch apresentou um aumento das receitas de 74,27% e um aumento dos prejuízos em 356,96%, face ao período homólogo de 2019. Estes resultados valorizaram as ações em 8,39%, no entanto, até à última semana de setembro, as mesmas foram-se desvalorizando, tendo apenas recuperado a partir de dia 26 desse mesmo mês.

Mais recentemente, a 2 de novembro de 2020, rumores de que o gigante de comércio eletrónico chinês, o *Alibaba*, iria investir na Farfetch, assim como o grupo suíço *Richemont* e a empresa francesa *Artemis*, fizeram as ações da Farfetch valorizar 13,75% num único dia, fechando a sessão com um valor de \$32 por ação.

A notícia foi posteriormente confirmada pela Farfetch no dia 5 desse mesmo mês, fazendo com que as ações fechassem essa semana com um preço de \$42,48, o mais alto de sempre até aquele momento, e que representou uma valorização de 51,01% numa única semana. Por fim, na apresentação dos resultados do terceiro trimestre de 2020, a Farfetch reportou um aumento das receitas de 71,32% e um aumento dos prejuízos de 493,43% face ao mesmo período do ano anterior, no entanto, nem mesmo o grande aumento dos prejuízos tirou a confiança aos investidores, e no dia seguinte a empresa valorizou 9,04% em bolsa, tendo atingido máximos históricos, fechando a sessão com as ações ao valor de \$45,67.

Na figura 4.4 é possível comparar o comportamento das ações da Farfetch e dos principais índices de referência norte americanos, bem como o S&P Global Luxury.

Figura 4.4 - Comparação entre as ações da Farfetch e os Índices S&P 500; Dow Jones 30; Nasdaq; S&P Global Luxury de 1 de janeiro de 2020 a 13 de novembro de 2020



Fonte: Elaborado pelo autor com base nas cotações da Farfetch e dos Índices no Yahoo Finance

Assim, na figura 4.4 é possível observar que durante o ano de 2020, os mercados têm vivido um ano muito atípico, em consequência da grande pandemia que se tem vindo a sentir durante todo o ano, com os índices a terem a sua pior fase entre o mês de março e abril.

Constata-se também, que o índice Nasdaq, entre os quatro apresentados, tem sido aquele com um melhor desempenho, estando em crescimento e com uma rentabilidade positiva desde finais de maio, em oposição aos outros três índices que apenas começaram a ter valores positivos no início de agosto.

No que diz respeito à Farfetch, é possível visualizar um desempenho muito superior comparando com os índices representados, excetuando o período entre o final de março e início de abril.

Desde o início do ano, até ao dia 13 de novembro, período analisado na figura 4.4, as ações da Farfetch tiveram uma rentabilidade de 311,07%, rentabilidade essa muito anormal para um ano marcado por uma pandemia e por rentabilidades muito negativas nos principais índices mundiais.

Conclusões

Este caso de estudo assumiu como principal objetivo compreender as várias teorias existentes sobre as IPOs e, em concreto, de que forma estas vão ao encontro do verificado na IPO da Farfetch, bem como a análise da evolução das ações da Farfetch após a sua entrada em bolsa e o recente impacto da pandemia de Covid-19 nas mesmas.

Assim sendo, durante a análise à oferta pública inicial da Farfetch foi possível encontrar alguns dos fenómenos abordados na revisão literária deste estudo. Entre eles encontram-se as motivações relatadas por (Ritter e Welch, 2002; Brau e Fawcett, 2006), que vão ao encontro das principais motivações para a realização de uma IPO parte da Farfetch.

Outro das teorias referidas, e que de facto se vieram a constatar no caso da Farfetch, diz respeito ao mecanismo de defesa usado pelas empresas aquando da sua entrada em bolsa, com a criação de classes duplas de ações como referido por (Boulton et al. 2010).

Também se observou que o custo incorrido em *spreads* brutos pagos aos *underwriters* pela Farfetch, foram bastante idênticos aos relatados por (Chen e Ritter, 2000; Ritter, 2020b; Torstila, 2003).

Já no que diz respeito ao primeiro dia de negociação das ações em bolsa, foi possível verificar um dos fenómenos mais frequentes no que ao tema das IPOs diz respeito, o *underpricing*. Constatou-se que no caso da Farfetch, este *underpricing* foi bastante elevado comparativamente aos valores referidos por (Loughran e Ritter, 2004; Ritter, 2020)

Relativamente à evolução do valor das ações da Farfetch, verifica-se que estas foram oscilando desde a IPO, mas mantendo uma tendência decrescente. Esta situação só se inverteu em 2019. No entanto, no final de fevereiro de 2020, devido ao receio que se começava a sentir nos mercados devido ao aparecimento da pandemia da Covid-19, as ações da empresa tiveram uma queda de 22,56% em apenas quatro dias, tendo atingido o valor de \$9,51 no dia 27 de fevereiro. Porém, os efeitos da pandemia não tardaram em surtir o efeito inverso, tendo as ações da Farfetch entrado em forte valorização a partir de abril de 2020. Assim, um dos aspetos que mais marcou este estudo foi a grande subida do valor das ações da Farfetch verificada a partir do início de abril de 2020, altura de confinamento mundial.

Assim, conclui-se que o confinamento provocado pela pandemia de Covid-19 foi um fator determinante para a valorização das ações da Farfetch no ano de 2020, uma vez que com o confinamento a nível global, o modelo de negócio da Farfetch foi bastante beneficiado, dado ao aumento exponencial da realização de compras online, fazendo com que a Farfetch tivesse aumentado bastante as suas receitas, dando confiança aos investidores.

Mais recentemente, em novembro de 2020, rumores de que o *Alibaba*, a empresa suíça *Richemont* e o grupo francês *Artemis* iriam investir na Farfetch, fizeram as ações disparar novamente, valorizando 13,75% num único dia. A notícia, depois de confirmada pela Farfetch fez com que as ações atingissem o valor mais alto de sempre até aquele momento, representando uma valorização de 51,01% numa única semana.

Para dar continuidade a este estudo, seria de grande interesse verificar os efeitos a longo prazo da pandemia de Covid-19 nas ações da Farfetch, já que estas foram fortemente valorizadas a curto prazo, mas desconhece-se o seu efeito a longo-prazo.

É importante salientar que este estudo apresentou resultados cujo domínio pode conduzir a alguns constrangimentos, como a difícil verificação de fenómenos, tais como o desempenho das ações a longo prazo, pelo facto desta se tratar de uma IPO recente, fazendo com que o espaço temporal entre esta e a atualidade seja muito curto.

Apesar dos constrangimentos e dificuldades identificadas, considera-se que o estudo realizado permitiu conhecer a fundo a IPO da Farfetch e todos os seus processos inerentes.

Por fim, este estudo constituiu um contributo para o conhecimento geral, no que diz respeito às implicações subjacentes às ofertas públicas iniciais, sejam elas positivas ou negativas e, em especial, sobre a evolução da IPO da Farfetch.

Referências bibliográficas

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3)
- Bender, R., & Ward, K. (2009). *Corporate Financial Strategy* (3rd Ed.). <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Benveniste, L. M., & Busaba, W. Y. (1997). Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(4), 383. <https://doi.org/10.2307/2331230>
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. J. (2010). Acquisition Activity and IPO Underpricing. *Financial Management*, 39(4), 1521–1546. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01121.x>
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 107–117. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00103.x>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Principles of Corporate Finance* (10th ed.; McGraw-Hill/Irwin, Ed.). <https://doi.org/10.4324/9780203082768>
- Campbell, T. S. (1979). OPTIMAL INVESTMENT FINANCING DECISIONS AND THE VALUE OF CONFIDENTIALITY. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, XIV(5), 913–924.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 249–279.
- Chen, H. C., & Ritter, J. R. (2000). The seven percent solution. *Journal of Finance*, 55(3), 1105–1131. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00242>
- Cornelli, F., & Goldreich, D. (2003). Bookbuilding: How Informative Is the Order Book? *Journal of Finance*, 58(4), 1415–1443. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00572>
- Dunbar, C. G. (1998). The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers. *Journal of Financial Intermediation*, 7(1), 60–90. <https://doi.org/10.1006/jfin.1998.0232>
- Ellis, K., Michaely, R., & O'Hara, M. (1999). A guide to the initial public offering process. *Corporate Finance Review*, (3), 14–18. Obtido de https://www.researchgate.net/publication/241590005_A_Guide_to_the_Initial_Public_Offering_Process
- Ibbotson, R. G., & Jaffe, J. F. (1975). «HOT ISSUE» Markets. *Journal of Finance*, XXX(4), 1027–1043.
- Ibbotson, R. G., & Ritter, J. R. (1995). Initial public offerings. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9(C), 993–1016. [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80074-X](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80074-X)
- Katti, S., & Phani, B. V. (2016). Underpricing of Initial Public Offerings: A Literature Review. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 35–52. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2016.040202>
- Klova, V. (2017). IPO underpricing: What about the shipping sector? *Journal of Multinational Financial Management*, 42–43, 95–115. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2017.08.001>

- Lin, H. L., Pukthuanthong, K., & Walker, T. J. (2013). An international look at the lawsuit avoidance hypothesis of IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 19(1), 56–77. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.10.003>
- Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing: a survey. In E. Eckbo (ed) *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, North Holland, pp. 375-422.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), 23–51. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2004). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, 5–37.
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological Innovation and Society. *Sociology*, 14(2), 459–494. <https://doi.org/10.1177/003803856700100219>
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, 53(1), 27–64. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448>
- Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
- Ritter, J. R. (2020). *Initial public offerings: Underpricing*. [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80074-X](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80074-X)
- Ritter, J. R., & Welch, I. V. O. (2002). *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. LVII(4), 1–35. Obtido de papers3://publication/uuid/6CF660E5-6F4A-45F6-B3C2-A3F3C9B63909
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1)
- Skalická, M., Zinecker, M., Balcerzak, A. P., & Meluzín, T. (2019). Why Do Companies Go Public? Evidence from the Prague Stock Exchange. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 7(1), 181–199. <https://doi.org/10.15678/eber.2019.070110>
- Torstila, S. (2003). The Clustering of IPO Gross Spreads: International Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(3), 673–694. <https://doi.org/10.2307/4126736>
- Van Heerden, G., & Alagidede, P. (2012). Short run underpricing of initial public offerings (IPOs) in the Johannesburg Stock Exchange (JSE). *Review of Development Finance*, 2(3–4), 130–138. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2012.10.001>
- Walker, T., Turtle, H. J., Pukthuanthong, K., & Thiengtham, D. (2015). Legal opportunism, litigation risk, and IPO underpricing. *Journal of Business Research*, 68(2), 326–340. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.025>
- Yosha, O. (1995). Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 4, pp. 3–20. <https://doi.org/10.1006/jfin.1995.1001>

Anexos

A. Receitas por Segmento, por ano

	Digital Platform	Brand Platform	In-Store	Total
2016	\$ 229 448 000	\$ -	\$12 668 000	\$ 242 116 000
2017	\$ 370 532 000	\$ -	\$15 434 000	\$ 385 966 000
2018	\$ 586 789 000	\$ -	\$15 595 000	\$ 602 384 000
2019	\$ 829 206 000	\$ 164 210 000	\$27 621 000	\$ 1 021 037 000
Jan-Set 2019	\$ 558 301 000	\$ 62 671 000	\$17 833 000	\$ 638 805 000
Jan-Set 2020	\$ 823 825 000	\$ 286 134 000	\$23 858 000	\$ 1 133 817 000

B. Receitas por Área Geográfica, por ano

	Américas	Europa, Médio Oriente e África	Ásia-Pacífico	Total
2016	\$ 70 371 000	\$ 92 420 000	\$ 79 325 000	\$ 242 116 000
2017	\$ 97 528 000	\$ 155 676 000	\$132 762 000	\$ 385 966 000
2018	\$175 060 000	\$ 240 662 000	\$186 662 000	\$ 602 384 000
2019	\$277 712 000	\$ 377 944 000	\$365 381 000	\$ 1 021 037 000

C. Custo das Receitas e Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas, por ano

	Custo das Receitas	Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas	Total
2016	\$125 238 000	\$197 003 000	\$322 241 000
2017	\$181 200 000	\$295 960 000	\$477 160 000
2018	\$303 934 000	\$471 766 000	\$775 700 000
2019	\$561 191 000	\$869 609 000	\$1 430 800 000
Jan-Set 2019	\$355 095 000	\$577 660 000	\$932 755 000
Jan-Set 2020	\$612 037 000	\$914 378 000	\$1 526 415 000

D. Resultados da Farfetch, por ano

	Resultado Operacional	Resultado Líquido
2016	-\$88 662 000	-\$81 459 000
2017	-\$94 463 000	-\$112 275 000
2018	-\$173 283 000	-\$155 575 000
2019	-\$387 676 000	-\$373 688 000
Jan-Set 2019	-\$293 950 000	-\$263 562 000
Jan-Set 2020	-\$394 890 000	-\$1 052 036 000