



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA - CAEN
MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA - MPE**

JOSÉ ARTUR CAVALCANTE JÚNIOR

**ABERTURA DE CAPITAL E OS IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA NOS
SETORES BANCO, CONSTRUÇÃO CIVIL E SERVIÇOS MÉDICOS DO BRASIL:
UMA ABORDAGEM VIA AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS DE MERCADO NO
PERÍODO 2006-2009**

**FORTALEZA
2009**

JOSÉ ARTUR CAVALCANTE JÚNIOR

**ABERTURA DE CAPITAL E OS IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA NOS
SETORES BANCO, CONSTRUÇÃO CIVIL E SERVIÇOS MÉDICOS DO BRASIL:
UMA ABORDAGEM VIA AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS DE MERCADO NO
PERÍODO 2006-2009**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia – Mestrado Profissional – da Universidade Federal do Ceará - UFC, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Andrei Gomes Simonassi

**FORTALEZA
2009**

JOSÉ ARTUR CAVALCANTE JÚNIOR

**ABERTURA DE CAPITAL E OS IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA NOS
SETORES BANCO, CONSTRUÇÃO CIVIL E SERVIÇOS MÉDICOS DO BRASIL:
UMA ABORDAGEM VIA AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS DE MERCADO NO
PERÍODO 2006-2009**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia – Mestrado Profissional – da Universidade Federal do Ceará - UFC, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Data de Aprovação: **01 de outubro de 2009**

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Andrei Gomes Simonassi
Orientador

Prof. Dr. João Mário Santos de França
Membro

Prof. Dr. Augusto Marcos Carvalho de Sena
Membro

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, por ter me dado forças para terminar esta pesquisa.

Aos meus pais pelo apoio para a realização deste sonho.

Ao meu orientador, o professor Andrei Gomes Simonassi, pela ajuda e incentivo na realização deste estudo.

Aos professores pelos ensinamentos.

Aos amigos pelo respeito e amizade.

RESUMO

Considerando os impactos da crise financeira internacional de 2008 sobre a economia brasileira, o estudo combina técnica econométrica e de avaliação de empresas para explicitar como a crise atingiu o mercado financeiro nacional. Em um primeiro momento, testes para detectar mudanças estruturais na atividade do mercado financeiro nacional, medidos através do valor das empresas, indicaram três trajetórias distintas: uma trajetória ascendente de 03/01/2005 a meados de maio de 2008; um período de declínio de meados de maio a meados de outubro de 2008 e um período de recuperação iniciado entre 15 e 20 de outubro deste ano a setembro de 2009. Constata-se ainda a fragilidade de empresas novas que abriram capital, quando atingidas por choque adverso exógeno como foi a crise do *subprime* de 2008. Em um segundo momento, nos três setores analisados: banco, construção civil e serviços médicos, selecionados de acordo com o possível maior ou menor impacto da crise, as empresas entrantes apresentaram uma redução de valor bem superior à das empresas consolidadas. Dos setores analisados, constata-se que construção civil foi o mais afetado pela crise, o que justifica ser neste o foco das políticas governamentais de estímulo ao crédito no Brasil.

Palavras-chave: Crise Financeira, Setores Econômicos; Avaliação por Múltiplos.

ABSTRACT

Regarding the impact of 2008's financial crisis on Brazilian economy, this essay combines econometric and valuation techniques to explain how that crisis hit Brazilian economy. Tests for structural changes applied to financial indicators show three different trends: a growing trend between 03/01/2005 and mid-May 2008; a period of decline in the value of companies started in mid-May until the mid of October and a period of recovery from October to September of 2009. It verifies also the fragility of companies that made IPO when hit by an exogenous adverse shock as the *subprime* crisis of 2008. In all three sectors analyzed, the reduction on the enterprises values was higher for the younger. Among the selected sectors, housing was the most affected by the crisis, which justifies this as the focus of government policies to stimulate credit in Brazil.

Key-Words: Financial Crisis; Economic Sectors; Valuation.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Percentual de empresas que abriram o capital de 2006 a 2008.....	20
GRÁFICO 2 - Os setores mais atingidos pela crise financeira nacional.....	21
GRÁFICO 3 - Evolução dos indicadores de mercado no Brasil 03/01/2005 – 11/09/2009.....	22
GRÁFICO 4 - Evolução da média do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes e das empresas comparáveis (consolidadas) – banco.....	31
GRÁFICO 5 - evolução da média dos preços das ações das empresas entrantes e das empresas comparáveis (consolidadas) – banco.....	32
GRÁFICO 6 - Comparativo da média do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes e das empresas comparáveis – construção civil.....	33
GRÁFICO 7 - Evolução da média dos preços das ações das empresas entrantes e das empresas consolidadas – construção civil.....	34
GRÁFICO 8 - Comparativo da média do preço/lucro das empresas entrantes e das empresas consolidadas – serviços médicos.....	35
GRÁFICO 9 - Evolução da média dos preços das ações das empresas entrantes e das empresas comparáveis – serviços médicos.....	36
GRÁFICO 10 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - bancos.....	44
GRÁFICO 11 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes – bancos.....	44
GRÁFICO 12 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas consolidadas - bancos.....	45
GRÁFICO 13 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - construção civil.....	46
GRÁFICO 14 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - construção civil.....	46
GRÁFICO 15 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - construção civil.....	47
GRÁFICO 16 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas comparáveis - construção civil.....	47
GRÁFICO 17 - Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - construção civil.....	48
GRÁFICO 18 - Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - construção civil.....	48
GRÁFICO 19 - Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - construção civil.....	49

GRÁFICO 20 - Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas comparáveis - construção civil.....	49
GRÁFICO 21 - Comparativo da média do múltiplo ev/ebitda de empresas entrantes e de empresas consolidadas - construção civil.....	50
GRÁFICO 22 - Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - serviços médicos.....	51
GRÁFICO 23 - Evolução do múltiplo preço/lucro em empresas comparáveis - serviços médicos.....	51
GRÁFICO 24 - Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - serviços médicos.....	52
GRÁFICO 25 - Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas comparáveis - serviços médicos.....	52
GRÁFICO 26 - Comparativo da média do ev/ebitda das empresas entrantes e das empresas consolidadas - serviço médicos.....	53

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Teste de <i>Chow</i> para quebra estrutural - duas quebras 15 a 20/05 – 14 a 17/10.....	23
TABELA 2 - Evolução do valor das empresas a partir do múltiplo preço/lucro em 2008.....	37
TABELA 3 - Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Construção Civil.....	54
TABELA 4 - Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Medicamentos e Outros Produtos.....	55
TABELA 5 - Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Serviços Médicos (Hospitalares, Análises e Diagnósticos).....	56
TABELA 6 - Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Bancos.....	57
TABELA 7 - Empresas Comparativas - Segmento: Construção Civil.....	58
TABELA 8 - Empresas Comparativas - Segmento: Bancos.....	59
TABELA 9 - Empresas Comparativas - Segmento: Serviços Médicos.....	60

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - As empresas que abriram o capital na Bovespa no período de 2006 a 2008.....	43
--	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	14
2.1 Os Motivos da Abertura de Capital.....	14
2.2 A Estrutura de Capital e o Pecking Order Theory.....	16
2.3 Os Métodos de Avaliação de Empresas.....	17
2.4 Avaliação por Múltiplos versus Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.....	18
3. EVIDÊNCIA EMPÍRICA.....	20
3.1 Abertura de Capital e os Efeitos da Crise.....	20
3.2 O Mercado e um Primeiro Exercício Empírico.....	22
4. METODOLOGIA.....	24
4.1 A Avaliação de Empresas por Múltiplos	24
4.2 Os Múltiplos mais Utilizados pelo Mercado.....	26
5. ANÁLISE DESCRITIVA E RESULTADOS.....	31
5.1 Segmento: Banco.....	31
5.2 Segmento: Construção Civil.....	32
5.3 Segmento: Serviços Médicos.....	34
5.4 Sumário dos Resultados: Avaliação a partir do Múltiplo Preço/Lucro.....	36
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	39
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	41
ANEXOS.....	43
APÊNDICES.....	44

1. INTRODUÇÃO

A crise financeira iniciada nos Estados Unidos em 2005 como uma crise no pagamento de hipotecas, se espalhou pelos diversos setores da economia americana em virtude dos derivativos adquiridos pelo setor bancário e, deste modo, também atingiu a maioria das grandes economias mundiais e países em desenvolvimento.

Bancos que tinham em suas carteiras títulos hipotecários americanos apresentaram perdas consideráveis em seus ativos. Outros, porém, foram incorporados àqueles que resistiram melhor ao impacto da crise. A economia global, como um todo, foi atingida e países na Europa e na Ásia sentiram, inicialmente, seus efeitos.

No Brasil, os efeitos da crise internacional não foram tão devastadores quanto os da economia americana. Houve, porém, desestímulo de novos investimentos, com possíveis reflexos na abertura de novos capitais, em virtude de determinados segmentos da economia brasileira terem sido atingidos por conta do mercado externo. Segundo dados colhidos na BOVESPA (2008), o número de empresas que abriram seu capital, no ano de 2008, foi bem reduzido em comparação com anos anteriores.

Pesquisa realizada pela *Price Water House Coopers* (2008) evidenciou que alguns prováveis setores da economia brasileira: Automotivo, Financeiro, Construção Civil, Bens de Capital, Mineração, Agronegócio, Siderurgia, Comércio, Energia, Petróleo e Gás, Serviços, Eletroeletrônico, Alimentos, Eletrodoméstico, Transportes, Química e Petroquímica, Têxtil, Calçados, Mídia e Entretenimento, na opinião dos entrevistados, foram atingidos pela crise internacional. É, portanto, um tema que recorre à pesquisa de finanças corporativas, que segundo MARTELANC (2005), constitui-se em um dos fundamentos mais importantes do arcabouço do conhecimento da área de finanças a gestão de valor.

Como segmento das finanças corporativas, a determinação do valor das empresas é fator primordial nas negociações de fusões e aquisições e tem por objetivo estimar uma faixa de referência que sirva como base nas negociações de compra e venda de tais empresas. Muito embora existam diversas metodologias de avaliação de empresas, as mais utilizadas são as de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e as de Avaliação por Múltiplos. Os múltiplos são indicadores padronizados dos valores das empresas e utilizados para avaliar uma empresa por meio de outras variáveis comparáveis e para identificar companhias subavaliadas ou superavaliadas. Podem ser divididos em dois tipos: os múltiplos de transações e os múltiplos de mercado ou de bolsa. Serão utilizados neste estudo os denominados múltiplos de mercado.

Com base nesse cenário econômico mundial e no intenso processo de abertura de capital verificado nos anos de 2006 e 2007 na BOVESPA, esse estudo espelha-se na pesquisa da *Price Water House Coopers* acerca dos prováveis setores da economia brasileira atingidos pela crise. Desenvolvemos, em primeiro lugar, exercício econométrico para identificar o padrão da crise financeira no Brasil. Em seguida, e mais importante, desenvolve-se um exercício de avaliação de empresas por múltiplos visando investigar como a crise financeira internacional atingiu três dos principais setores econômicos, quais sejam, banco, construção civil e serviços médicos. A análise é conduzida de forma desagregada de acordo com o desempenho econômico das empresas lançadoras de IPO's¹, no período supracitado.

A pesquisa reveste-se de relevância acadêmica, pois, utilizando-se do método de avaliação relativa, permitirá identificar se os setores acima especificados foram realmente atingidos pela crise internacional, como indica a pesquisa realizada pela *Price Water House Coopers*.

O trabalho é dividido em três seções além desta introdução: a primeira discute o processo de abertura de capital e, como justificativa, realiza um primeiro exercício a fim de captar se houve impacto da crise financeira internacional nos

¹ Sigla em inglês de *Initial Public Offering* – Oferta Primária de Ações.

principais indicadores de mercado e quando ocorreu o choque adverso sobre o mercado financeiro nacional. A seção seguinte apresenta os principais métodos de avaliação de empresas, com predominância do método de avaliação por múltiplos, cujos resultados são apresentados na seção 4. Por fim, na seção 5, são feitas as considerações finais.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Os Motivos da Abertura de Capital

A emissão de ações proporciona à empresa lançadora uma futura ampliação do seu potencial de crescimento, visto que novos recursos financeiros são captados, aumentando, assim, a competitividade no mercado e favorecendo o crescimento do setor econômico a que pertence, via possíveis incrementos no PIB. Ao contrário, a redução da abertura de capital pode levar a economia experimentar efeitos negativos como a diminuição do PIB.

Para ilustrar tal entendimento, citamos estudos sobre empresas do ramo de agronegócios. Segundo estudos apresentados no XLIV Congresso da Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural (2005), empresas agropecuárias que negociavam ações na Bovespa cresceram 365% (trezentos e sessenta e cinco pontos percentuais) no período 2003 – 2005. Nessa análise foram incluídas ações das empresas Sadia, Perdigão, Fosfértil, Coteminas, Randon, Avipal, Adubos trevo, Fertibras, Iguazu Café, Cacique, Granóleo, Manasa, JB Duarte, Minupar, Vigor, Usina costa Pinto, Café Brasília, Rasip Agro Pastoril e Kepler Weber. Nessa mesma pesquisa, quando são incluídas as empresas que abriram capital em 2005 (Renar e Cosan), este crescimento passa a ser de 519% (quinhentos e dezenove pontos percentuais) nos três anos (2003 – 2005).

No caso em referência, a abertura de capital favoreceu o aumento de recursos destinados ao agronegócio, permitindo às empresas beneficiadas o incremento de seus negócios e conseqüentemente melhor desempenho para a economia do país.

Pela necessidade de novas fontes de recursos para financiar investimentos de médio e longo prazos, as empresas podem decidir pela abertura de seu capital. Tais recursos entram diretamente no caixa da empresa permanecendo disponíveis para dar suporte aos planos de investimentos futuros, os quais contribuirão, inclusive, para o aparecimento de novos postos de trabalho.

Nesse contexto, a Comissão Nacional de Bolsas - CNB (2005) elenca as seguintes vantagens para uma empresa abrir seu capital:

- Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento, pois a entrada de novos recursos permitirá a execução e a expansão de novos investimentos, contribuindo para o crescimento da empresa;
- Maior flexibilidade estratégica, em virtude da liquidez patrimonial, pois se pode transformar parte das ações em dinheiro e assim atender às novas estratégias organizacionais;
- Imagem institucional mais conhecida, em virtude da maior exposição ao mercado, com reconhecimento de todos os públicos;
- Estruturação societária mais sólida, com a vinda de novos sócios;
- Gestão mais profissional, pois para atingir aos anseios dos sócios por lucros, e, conseqüentemente, por maiores dividendos, a empresa necessitará de profissionais altamente qualificados, contribuindo, indiretamente, também para o aumento da empregabilidade;
- Melhor relacionamento com funcionários, pois o sucesso da empresa depende também da boa relação entre os seus funcionários, principalmente na formação de equipes de trabalho, para atingir as metas pré-estabelecidas.

Para a Bovespa, como contido em seu sítio eletrônico, uma das vantagens mais comum da abertura de capital é o acesso a recursos para financiar projetos de investimento, pois projetos viáveis e rentáveis sempre atrairão investidores. Informa, também, que:

A abertura de capital representa excepcional redução de risco, pois uma companhia aberta é menos afetada pela volatilidade econômica e seus

executivos têm maior facilidade para planejar, sem as pressões diárias dos compromissos financeiros. Risco mais baixo tem outro efeito benéfico: redução de custo de capital, pois o retorno de projetos que anteriormente poderiam não ser atrativos passa a superar o custo do financiamento, abrindo um leque de oportunidades de investimento. (SÍTIO ELETRÔNICO BOVESPA)

Oliveira (2005) sustenta que a primeira característica a ser destacada na captação pela emissão de ações é a diluição do risco, tendo em vista que o novo acionista será remunerado apenas se a empresa for bem-sucedida e apresentar lucro, além de não ter despesas com pagamento de juros. Outra vantagem que pode ser destacada, segundo o autor, é a transparência necessária às empresas que possuem capital aberto, o que motiva a profissionalização de sua gestão.

2.2 A Estrutura de Capital e o *Pecking Order Theory*

A estrutura de capital de uma empresa é um dos temas centrais da teoria de finanças corporativas. Por estrutura de capital entende-se, em termos gerais, como a forma com que as empresas utilizam seu capital. Este é dividido em capital próprio e capital de terceiros. O capital próprio representa os recursos que advêm dos sócios ou dos acionistas, enquanto que o capital de terceiros se origina dos recursos de terceiros obtidos por meio de dívidas como, por exemplo, os financiamentos bancários.

Para Myers (1984) a estrutura de capital de uma empresa pode ser definida como um conjunto dos títulos usados para financiar as atividades empresariais, ou, ainda, como a razão entre as dívidas de curto, médio e longo prazo e o capital próprio.

De acordo com Myers (1984) e Gitman (1997) a decisão da forma de financiamento pelos administradores envolve duas problemáticas principais: a primeira está relacionada à proporção entre o financiamento de curto e de longo prazo, enquanto a segunda problemática já envolve decisões sobre quais fontes de financiamento utilizar no curto e no longo prazo.

Myers (1984) entende que a formação da estrutura do capital, por parte das empresas, está baseada na idéia de que estas possuem uma hierarquia lógica e racional de captação de fontes de financiamento. Segundo essa hierarquia, conhecida como *Pecking Order Theory* - POT, a empresa em questão optaria, sempre que possível, por recursos gerados internamente. Caso esses recursos não fossem suficientes para sustentar a atividade empresarial, essa empresa passaria a emitir dívida, e por último, tomaria a decisão de emitir ações.

2.3 Os Métodos de Avaliação de Empresas

Segundo Martelanc (2005), os determinantes do valor de uma empresa podem ser classificados em duas dimensões gerais: subjetiva e objetiva. Na primeira inclui-se o valor que a empresa representa para o fundador ou proprietário. Aqui, segundo o autor, costuma ser irrealista o valor da empresa, até porque questões sentimentais podem interferir na avaliação. Da mesma forma, o valor dos intangíveis e da marca são sobreavaliados. Por intangíveis tem-se a reputação da empresa, a fidelidade dos clientes, a qualidade do corpo gerencial e dos recursos humanos, o know-how tecnológico. Tudo isso contribui de forma direta ou indireta para a valoração positiva ou negativa de uma organização.

Quanto à segunda dimensão tem-se o valor dos ativos e do patrimônio líquido, devendo ser observada a capacidade de geração de resultados futuros, e não o acúmulo de lucro e os investimentos passados.

Para Martins (2001), a avaliação de uma empresa pode envolver dois aspectos: a descontinuidade, em desmanche ou liquidação, quando não se quer mais manter o negócio; e a continuidade, em marcha ou *going concern*.

Considerando, assim, o propósito da avaliação que se faz de uma empresa e das características próprias do empreendimento, existem vários modelos de avaliação de empresas. Dentre eles, os principais adotados pelo mercado são os seguintes:

- Fluxos de Caixa Descontados (FCD);
- Múltiplos ou Avaliação Relativa;
- Valor Contábil;
- Valor Presente Ajustado;
- Fluxo de dividendos;
- EVA e MVA;
- Opções Reais; e,
- Transações de Empresas Similares

Dos métodos acima citados, o da avaliação relativa é o que apresenta a maior simplicidade e facilidade de cálculo, razão pela qual o escolhemos, muito embora existam pontos que desfavorecem seu uso. Porém, salientamos que não há um método tido como perfeito, haja vista que cada um possui vantagens e desvantagens.

2.4 Avaliação por Múltiplos versus Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Para Martelanc (2005) a simplicidade, a rapidez na precificação de novas informações e a necessidade de poucas informações são as principais vantagens da avaliação por múltiplos em relação aos outros métodos.

Segundo esse autor, a facilidade desse método reside no fato de serem necessários apenas dois dados para se avaliar uma empresa - um indicando o valor de uma empresa comparável e outro indicando um valor de referência, que pode ser vendas, lucro líquido, ebitda, patrimônio líquido, ativos, etc.

Ele entende que essa é uma importante vantagem desse método em relação à avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Pois, a última exige uma grande quantidade de projeções (receitas, impostos, custos, despesas, depreciação, ebitda, investimentos e variações nas contas de capital de giro), para que seja determinado o fluxo de caixa da operação, além do cálculo da taxa de desconto a ser utilizada para trazer os fluxos de caixa projetados a valor presente e do cálculo do valor residual.

Martelanc (2005) completa que as projeções feitas nas avaliações pelo método do FCD são ainda funções de uma vasta quantidade de premissas e variáveis, o que faz esse método ser considerado de difícil implementação por alguns e pesado e moroso por outros.

Para Damodaran (2001) a avaliação pelo fluxo de caixa descontado a valor presente é baseada em fluxos de caixa e taxas de desconto futuros. Assim, dadas tais necessidades de informação, segundo ele, esta abordagem seria a mais fácil de ser utilizada somente se as empresas apresentassem hoje fluxos de caixa positivos. Porém, quanto mais longe desse cenário ideal estivermos, mais difícil se tornará a avaliação pelo fluxo de caixa descontado.

Evidenciado as vantagens do método de avaliação por múltiplos, salientamos que para o propósito do estudo, este tipo de avaliação é suficiente, pois queremos captar os impactos da crise e não avaliar e comprar empresas.

3. EVIDÊNCIA EMPÍRICA

3.1 Abertura de Capital e os Efeitos da Crise

A entrada de novos recursos financeiros na empresa, no caso, oriundos da abertura de capital (oferta primária), contribui *a priori* para realização de projetos internos da organização. Esses projetos são tidos como necessários para seu crescimento e favorecem, de forma direta, a criação de novos postos de trabalho e ao incremento da renda na região que a empresa está inserida.

Um fato curioso ocorrido no Brasil é que, em 2006 e 2007, houve grande interesse, por parte das empresas de abrirem o capital. Tal dado é perceptível em virtude do crescente número de IPOs, nos anos de 2006 e 2007, consolidando o mercado de capitais no país.

Porém, em 2008, houve uma queda substancial no número de novas aberturas de capital, quando comparadas aos dois anos anteriores, fato coerente com a consolidação da crise internacional, que seria percebida no Brasil a partir de maio de 2008. O gráfico 1 ilustra este argumento.

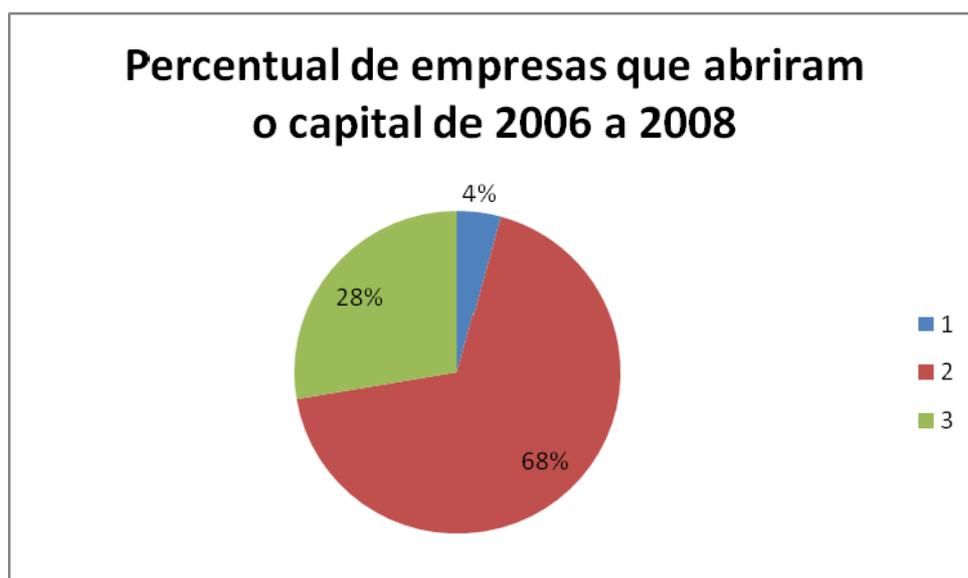


Gráfico 1 – Percentual de empresas que abriram o capital de 2006 a 2008

Nota: Legenda: 1 = Ano de 2008 - 2 = Ano de 2007 - 3 = Ano de 2006

Fonte: Elaboração do Autor

Outro fato que chama atenção é o resultado de uma pesquisa realizada pela *Price Water House Coopers*, em 2008, tendo como amostra 100 (cem) executivos entrevistados, dentre CEOs, CFOs, superintendentes e diretores financeiros de empresas de capital aberto de grandes corporações, para que apontassem, através de um questionário de múltipla escolha, os setores da economia brasileira percebidos como os que seriam mais atingidos pela crise financeira. O gráfico 2 mostra o resultado da pesquisa:

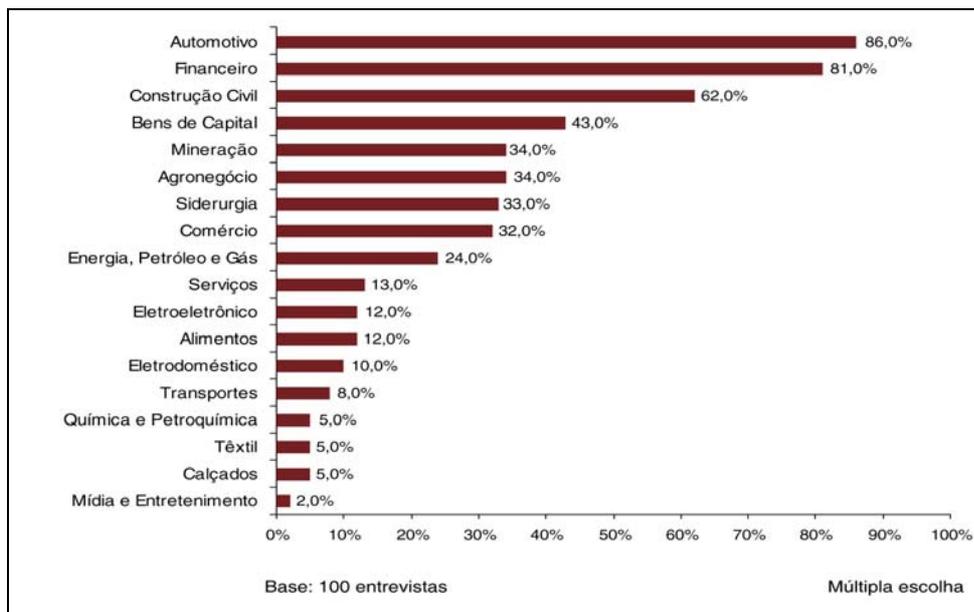


Gráfico 2 – Os setores mais atingidos pela crise financeira nacional
Fonte: Prince Water House Coopers

Segundo o estudo em referência, os três setores mais afetados pela crise foram o Automotivo (86,0%), o Financeiro (81%) e o da Construção Civil (62%). Sugere a pesquisa que o primeiro segmento foi afetado em virtude da retração do crédito, da desvalorização cambial, da queda da renda e da redução generalizada do consumo. O financeiro, devido à aversão ao risco, tornando o crédito escasso e caro, e o terceiro, em face da queda projetada para os investimentos.

Com base nos dados acima, deseja-se verificar a hipótese de que os segmentos da economia brasileira Banco, Construção Civil e Serviços Médicos foram atingidos pela crise internacional, utilizando-se como população do estudo em apreço as empresas pertencentes a estes ramos, que abriram o capital de 2006 a

2008. Não houve empresas que abriram o capital, de 2006 a 2008, no setor Automotivo, razão pelo qual não foi incluído no trabalho.

3.2 O Mercado e um Primeiro Exercício Empírico

O gráfico 3 motiva este estudo. Observa-se a evolução dos dois principais indicadores de mercado no Brasil com frequência diária entre 03/01/2006 e 11/09/2009, e constata-se uma tendência ascendente até meados de maio de 2008. Onde há, também, um aparente início da crise e declínio dos indicadores até meados de novembro deste mesmo ano, quando os dois indicadores começam a dar sinais de recuperação.

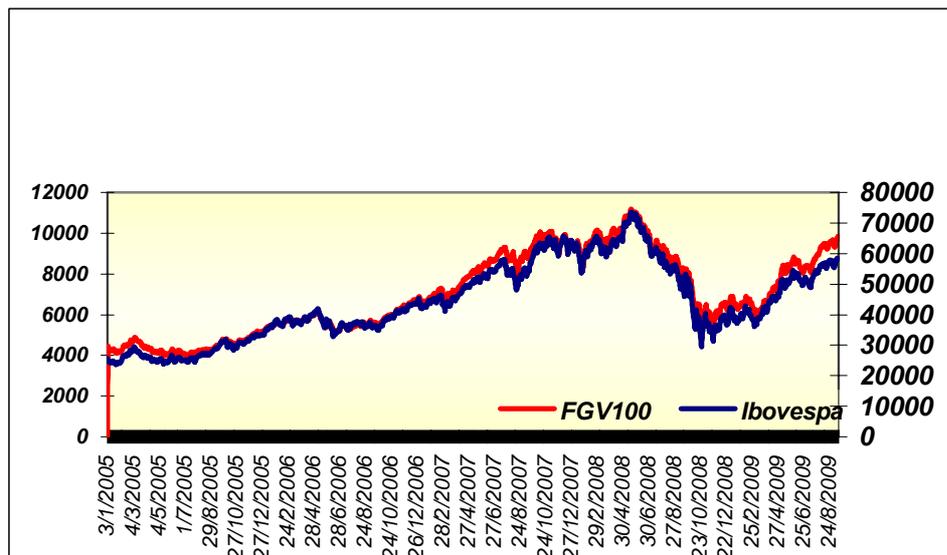


Gráfico 3 – Evolução dos indicadores de mercado no Brasil 03/01/2005 – 11/09/2009

Fonte: Elaboração do Autor

Juntamente com o gráfico 3, os resultados de testes preliminares para quebra estrutural, apresentados na tabela 1, não rejeitam a hipótese de que teríamos a ocorrência de três trajetórias distintas, com duas quebras, de acordo com os principais indicadores de mercado existentes no Brasil: a primeira uma trajetória de valorização das empresas, compreendendo o período de 03/01/2005 a meados de maio de 2008, uma segunda trajetória descendente entre maio e meados de outubro de 2008 e uma última de recuperação entre outubro de 2008 e setembro de 2009.

Tabela 1 – Teste de *Chow* para quebra estrutural - duas quebras 15 a 20/05 – 14 a 17/10

F-statistic	4.46 P- Valor	0.0013
Log likelihood ratio	17.81 P-Valor	0.0013

Fonte: Elaboração do Autor

Isto posto, resta então investigar como este impacto da crise do *subprime* afetou alguns setores-chave da economia nacional. Para tal foram selecionados setores cujas atividades são bastante correlacionadas com a crise – Bancos e Construção Civil - como indicado pela pesquisa da *Price Water House Coopers*, e setores que se espera sejam menos afetados, como é o caso do setor de Serviços Médicos, haja vista que houve abertura de capital para este último segmento.

Considerando o elevado número de empresas que abriram capital no período 2006 - 2007, optou-se por conduzir a investigação de forma desagregada, de modo a captar algum impacto diferenciado da crise sobre empresas dos três setores.

4. METODOLOGIA

4.1 A Avaliação de Empresas por Múltiplos

Conforme Martelanc (2005) são duas as aplicações desta forma de avaliação. A primeira está relacionada a negociações de fusões e aquisições, uma vez que a base para a concepção dos múltiplos de transação são os valores pagos pelas empresas adquiridas, os valores de dívidas assumidas e as informações das demonstrações financeiras. Como exemplo, citamos o Valor de Empresas (VE) / Ativo Total, Valor de Empresas (VE) / Valor Patrimonial dos ativos e Valor de Empresas (VE) / Receita, dentre outros.

A segunda diz respeito à utilização dos denominados múltiplos de mercado, utilizados em larga escala para avaliação de empresas com ações negociadas em bolsa, como o P/PL e o P/L. Esta forma de avaliação é considerada a modalidade mais simples e prática para avaliar empresas, pois compara a empresa analisada com outras mediante múltiplos dos direcionadores de valor, desde que elas sejam compatíveis, ou seja, enquadradas no mesmo setor.

Para Damodaran (2001), na avaliação relativa, o valor de um ativo deriva da precificação de ativos “comparáveis”, padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas, ou seja, o valor de um ativo pode ser determinado em função do valor de ativos comparáveis no mercado.

De acordo com esse autor, para a avaliação relativa, devem ser considerados dois aspectos: o primeiro é a conversão dos valores em múltiplos, que possibilita a avaliação relativa dos ativos. O segundo é encontrar empresas similares para que possa ser realizada a comparação. Tal aspecto torna-se mais complexo pela dificuldade de encontrar empresas que apresentem as mesmas características de risco e potencial de crescimento e fluxo de caixa, mesmo que pertençam ao mesmo setor da economia.

Afirma, ainda, que a aplicação do método de múltiplos para se determinar o valor de uma empresa consiste em encontrar outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, a fim de obter os seus múltiplos e aplicá-los aos parâmetros da empresa analisada. Também, esclarece o autor, existem pelo menos, duas maneiras pelas quais podemos chegar ao índice adequado para usar na avaliação de uma empresa: empregando fundamentos ou utilizando comparações.

Pelo fato do uso da avaliação relativa ser generalizado, é tido como um método bastante popular. Muitas instituições adotam esse tipo de análise com um dos métodos fundamentais para a avaliação de determinada empresa, ao comparar os múltiplos dela com as médias de empresas comparáveis e do mercado onde operam.

Para Damodaran (2001), o uso do método de avaliação relativa é muito difundido porque precisa adotar menos premissas e pode ser realizado mais rapidamente se comparado ao método de avaliação por fluxo de caixa descontado. Além disso, é mais simples de ser apresentado aos clientes e tem probabilidade maior de refletir a situação atual do mercado, por basear-se em valores relativos e não intrínsecos.

A avaliação baseada nesse método é uma alternativa útil quando a pretensão é calcular o valor de uma determinada empresa, ou obter estimativa de valor, se somente se, dispuser de informações básicas como lucro, ebitda e receita, pois os respectivos dados podem ser obtidos em publicações na imprensa ou estimados por especialistas.

De acordo com Martins (2001), trata-se na verdade de uma forma de medir o desempenho da empresa, em termos de fluxo de caixa e de auxiliar, de forma prática, no processo de avaliar a empresa como um todo “ (...) *olhando basicamente a capacidade de geração de recursos dos ativos da entidade*”.

Damodaran (2001) aponta que há três pontos fracos na avaliação relativa. O primeiro deles é que sendo considerada na avaliação de determinada empresa apenas a comparação com grupos de empresas ou setores comparáveis e não levar

em conta as variáveis fundamentais como risco, crescimento ou potencial de fluxo de caixa, ou seja, as condições específicas, a avaliação por múltiplos poderá resultar em valores inconsistentes. Em seguida, indica o autor que ao refletir as condições do mercado, essa avaliação poderá levar a determinação de valores sobre ou subdimensionados.

Finalmente, menciona que poderá haver manipulação nas avaliações devido às premissas. Assim, os avaliadores podem escolher múltiplos e empresas compatíveis que melhor lhes convier, o que poderá gerar valores irrealistas.

De acordo com Damodaran (2001), para utilizarmos com maior segurança os múltiplos, são necessários quatro passos básicos: a) definir o múltiplo com consistência e de maneira uniforme entre as empresas comparáveis; b) conhecer os valores altos, baixos e típicos dos múltiplos no mercado, bem como o efeito dos casos extremos sobre as médias; c) saber quais são os fundamentos que afetam os múltiplos e como eles variam de acordo com as flutuações dos fundamentos; e, d) definir da melhor forma possível as empresas comparáveis.

4.2 Os Múltiplos mais Utilizados pelo Mercado

Dentre os múltiplos mais utilizados pelo mercado, encontramos:

I) Múltiplos de Lucro Líquido

- Preço/Lucro;

II) Múltiplos de Valor da Empresa (“Enterprise Value”)

- Valor da Empresa/EBITDA;
- Valor da Empresa/Fluxo de Caixa Operacional;

III) Múltiplos de Valor Patrimonial (“Book Value”)

- Preço/ Valor Patrimonial;
- Preço/Valor Patrimonial dos Ativos;

IV) Múltiplos de Receita

- Preço/Vendas

V) Múltiplos Setoriais Específicos

O principal múltiplo de lucro é o preço por lucro (P/L), sendo um dos índices mais populares de avaliação. Essa relação representa a razão entre o preço de mercado da ação e o lucro líquido por ação (anual ou anualizado por alguma técnica adequada) realizado pela respectiva empresa. Serve, no mercado, para calcular o preço da ação. Esse indicador proporciona a medida normalizada para comparar o preço de ações, ao indicar o quanto o mercado paga por unidade monetária de benefício de determinada ação.

Martelanc (2005) explica que o índice P/L pode ser interpretado como o número de anos que se leva para reaver todo o capital investido, sendo válida essa aplicação apenas quando se considera que os lucros são constantes e totalmente distribuídos. Quando se inverte numerador e denominador, tem-se o lucro sobre o preço da ação.

Na interpretação de alguns analistas, um P/L alto indica expectativas de crescimento de benefícios da empresa e/ou risco baixo.

Alguns fatores, porém, podem dificultar a utilização do índice P/L. Além da característica universal de várias empresas apresentarem diversos graus de sazonalidade na formação de suas receitas, ao longo do exercício social, o ambiente inflacionário e as sucessivas e profundas intervenções governamentais na atividade econômica causam esse acréscimo de dificuldade.

De acordo com Damodaran (2001), a relação P/L pode assumir diversos valores para uma mesma empresa, que vai depender das premissas de preço e de lucro consideradas. Em relação ao preço, o mais usual é o preço atual de mercado, porém alguns analistas utilizam o preço médio dos seis ou doze meses mais recentes. Em relação ao lucro por ação, pode ser o do ano fiscal mais recente, dos quatro trimestres mais próximos e o que for projetado para o próximo exercício fiscal.

Se for considerada a relação entre o preço atual e o lucro por ação do ano fiscal mais recente, teremos o P/L atual. Se tomarmos o preço atual e o lucro por ação dos trimestres anteriores, chegaremos ao P/L passado e obteremos o P/L futuro na hipótese de adotarmos o preço atual e o lucro por ação projetado.

Os múltiplos de valor de empresa são os mais utilizados para se determinar o valor de empresas para fins de fusões e aquisições, segundo Martelanc (2005). Representam o valor total da empresa.

De acordo com Damodaran (2001) ao se examinar determinada empresa como um todo em vez de apenas o valor das ações, é mais comum a utilização de múltiplos da receita operacional ou do lucro antes dos juros, impostos de renda e contribuição social, depreciação e amortização (múltiplo de EBITDA). Este é a medida do desempenho operacional da empresa e relaciona o Valor da Empresa (VE) com o EBITDA. O EBITDA, na linguagem inglesa, significa *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou seja, lucro antes dos juros, impostos (sobre o lucro), depreciação e amortizações.

Para o autor, esse múltiplo é cada vez mais utilizado pelos analistas ao longo dos anos por representar três vantagens em relação aos demais múltiplos de lucro: a) existe maior número de empresas para a comparação, pois o número delas com EBITDA negativo é menor; b) os métodos diferentes de depreciação podem afetar o lucro líquido, mas não afetam o EBITDA; c) a alavancagem financeira não afeta o múltiplo, e permite comparações de empresas com níveis de endividamento diferentes.

Um exemplo de múltiplos desse tipo é o EV/EBITDA que relaciona o valor econômico da empresa (EV – “economic value” - o valor de mercado da empresa somado à sua Dívida Líquida) com o EBITDA.

De acordo com Damodaran (2001), os múltiplos de valor patrimonial sempre atraíram a atenção dos investidores. Se determinada ação for negociada com preço inferior ao valor do patrimônio líquido por ação, é considerada como subavaliada e forte candidata a apresentar bom potencial de valorização. Em

situação oposta, isto é, se a ação for negociada com preço superior ao valor do patrimônio líquido por ação, a possibilidade de valorização pode ser menor.

Martelanc (2005) menciona que os principais múltiplos de patrimônio são: VE/Valor Patrimonial dos Ativos e Preço/Patrimônio Líquido.

O valor de mercado de determinado ativo reflete o poder de geração de riqueza, ao passo que o valor contábil representa o custo de aquisição diminuído da depreciação acumulada. Em um mercado eficiente, quando determinada empresa possui valor de mercado menor do que o valor patrimonial significa que o valor presente dos fluxos de caixa projetados para o futuro é menor do que o dos ativos.

Segundo Damodaran (2001), dentre as principais vantagens da utilização dos múltiplos de valor patrimonial é possível ressaltar: a) o valor contábil fornece medida estável de valor que pode ser comparada com o preço de mercado; b) há a possibilidade de comparação entre empresas similares, ainda que não seja da mesma indústria; c) podem ser utilizados em empresas que contabilizem prejuízos.

Dentre as desvantagens, é possível citar: a) há forte correlação com os métodos contábeis e, quando as normas contábeis variam muito entre empresas ou entre países, a comparação fica distorcida; b) o valor contábil do Patrimônio Líquido pode tornar-se negativo se uma empresa estiver apresentando uma série de lucros negativos, gerando um múltiplo negativo.

O múltiplo de Receita P/V apresenta a razão entre o valor de mercado por ação e a receita por ação para investidores em ações ou o valor total da empresa sobre a receita total no caso de valor empresarial.

Matelanv (2005) explica que até a década de 1980, havia a crença quase generalizada de que as vendas maiores correspondiam a lucros maiores, garantidos pelo baixo nível de real competição entre as empresas.

O múltiplo P/V passou ser mais utilizado a partir dos anos 1990, principalmente devido ao grande número de ofertas públicas iniciais de empresas

chamadas “Nova Economia”, pois muitas empresas ainda não lucrativas começaram a serem negociadas.

De acordo com Damodaran (2001), a maioria dessas empresas, nos Estados Unidos, as chamadas “empresas.com” não possuem lucro e a maior parte do valor está na expectativa de lucros futuros e nas possibilidades de novos investimentos. Como os múltiplos são calculados para fins de comparação entre situações atuais e há a suposição de que os preços de mercado já refletiam as perspectivas, os únicos múltiplos possíveis de utilização são os múltiplos de receitas. Além disso, existem outras vantagens, como o fato de serem obtidos em empresas com qualquer situação financeira, pois é impossível que determinada empresa possua receita negativa. Outra vantagem é a dificuldade de manipulação contábil nas receitas, como pode acontecer no caso dos lucros ou do valor patrimonial que dependem dos princípios contábeis adotados, além de possuir menos volatilidade que os múltiplos de lucro.

A principal desvantagem é que esse múltiplo não mensura o retorno obtido com as vendas, como não são levados em conta os custos, que podem ser crescentes e gerar resultado negativo para a empresa, a adoção desse múltiplo pode levar a resultados imprecisos.

O preço de determinada ação e o valor de uma empresa podem também ser avaliados por variados múltiplos específicos do setor em que atua tais como preço por kWh; preço por tonelada; preço por linha telefônica, preço por assinante, etc.

A principal desvantagem desses múltiplos, argüida por Martelanc (2005), diz respeito ao fato de que, muitas vezes, a empresa não fabrica apenas um tipo de produto, o que impossibilita o cálculo do múltiplo P.

5. ANÁLISE DESCRITIVA E RESULTADOS

5.1 Segmento: Banco

Novo empresas entrantes fazem parte deste segmento: ABC BRASIL, BIC BANCO, CRUZEIRO SUL, DAYCOVAL, INDUSVAL, PANAMERICANO, PARANA, PINE e SOFISA. Ressalta-se, porém, que para este segmento será analisado apenas o múltiplo preço/lucro em virtude da indisponibilidade de dados para o EBITDA dos bancos.

Para fins de comparação, foram selecionadas três empresas consolidadas do segmento: BANCO DO BRASIL, BRADESCO e NOSSA CAIXA, com seus respectivos P/L.

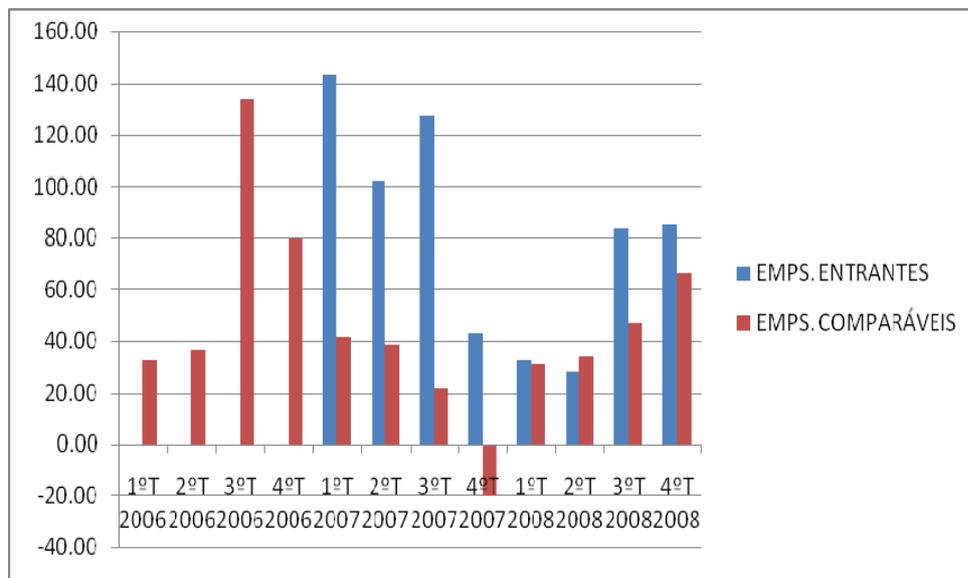


Gráfico 4 – Evolução da média do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes e das empresas comparáveis (consolidadas) - banco

Fonte: Elaboração do Autor

Observa-se no gráfico 4 que para as empresas entrantes, do 3º trimestre de 2007 ao 2º trimestre de 2008, houve uma queda do P/L médio, subindo, porém, nos trimestres subseqüentes. A média dos P/Ls das empresas comparáveis começou a cair do 3º trimestre de 2006 até o 4º trimestre de 2007, expressando nesse último trimestre valores negativos. Nos trimestres subseqüentes, do ano de

2008, verificamos uma ascensão, porém bem menor do que a das empresas entrantes.

No período 2007/2008, de acentuada queda e de acentuada expansão, respectivamente, a correlação entre o comportamento dos P/L para os dois tipos de empresas foi de **0,310181**. Considerando apenas o ano de 2008, obtivemos a correlação de **0,875062**.

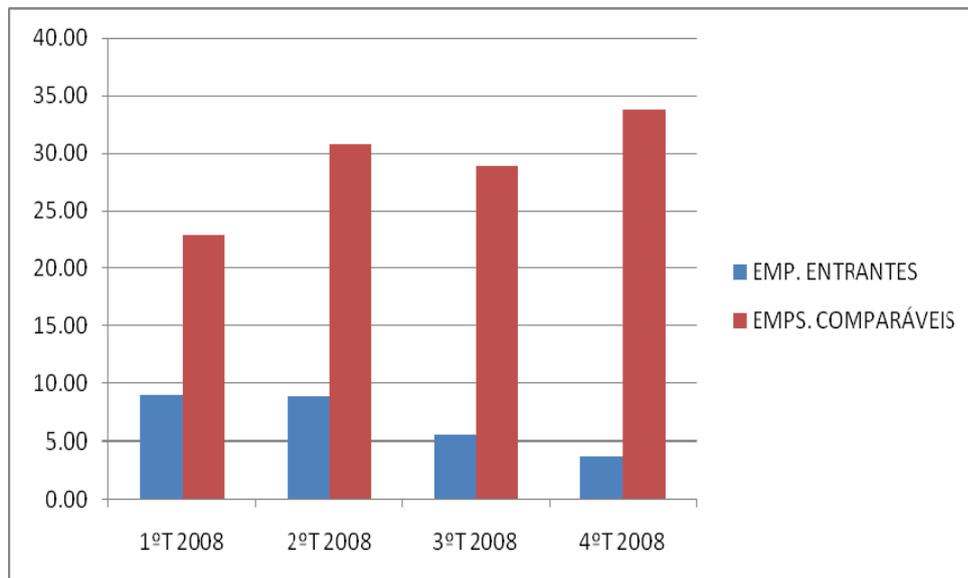


Gráfico 5 – Evolução da média dos preços das ações das empresas entrantes e das empresas comparáveis (consolidadas) - banco
Fonte: Elaboração do Autor

Para efeitos ilustrativos, apresenta-se o gráfico 5, mostrando a média dos preços das ações, no ano de 2008, de dois tipos de empresas. Note que enquanto a média dos preços das ações das empresas entrantes declina, a das empresas comparáveis ganham valor em 2008.

5.2 Segmento: Construção Civil

As empresas entrantes que compõem este segmento, num total de 14 (quatorze), são: AGRA INCORP, BRASCAN RES, COMPANY, EVEN, GAFISA, HELBOR, INPAR, JHSF PART, KLabinSEGALL, MRV, PDG REALT, TECNISA, TENDA e TRISUL.

Trazemos, para fins de comparação, três empresas consolidadas do mesmo segmento econômico. São elas: CYRELA, ROSSI e LIX DA CUNHA.

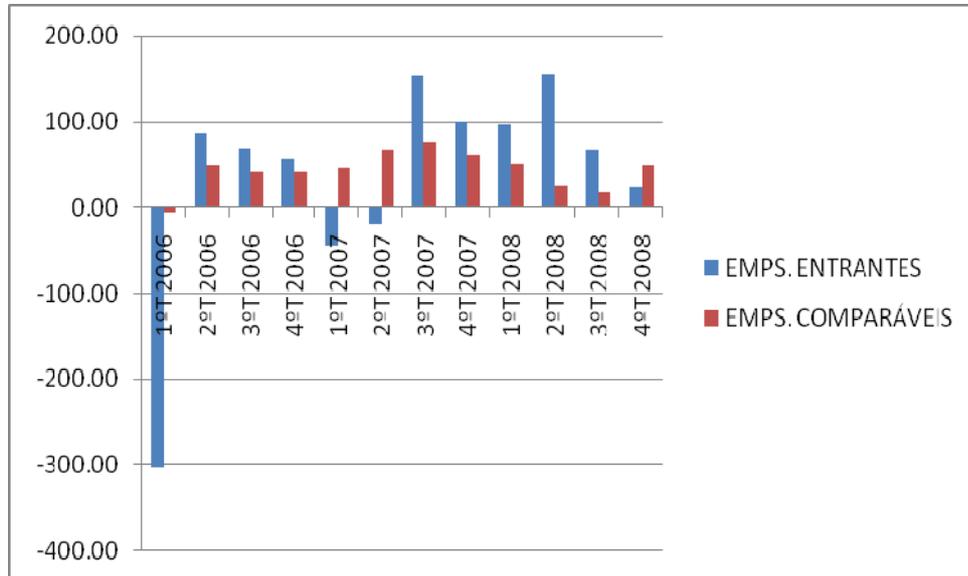


Gráfico 6 – Comparativo da média do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes e das empresas comparáveis - construção civil
Fonte: Elaboração do Autor

No gráfico 6 constata-se que, para as empresas entrantes, a média do P/L, do 3º trimestre de 2007 ao 1º trimestre de 2008, declina gradativamente com um aumento no 2º trimestre de 2008 e reduções nos trimestres seguintes, no ano de 2008. Verificamos que no 4º período de 2008 a média chegou a um patamar positivo bem abaixo dos trimestres dos anos de 2006 e 2007. Em 2008, não houve valores negativos. Quanto às empresas comparáveis, observamos que do 3º trimestre de 2007 ao 3º trimestre de 2008, a média do P/L apresenta tendência decrescente, com boa melhora no 4º trimestre de 2008. Obtivemos a correlação total (2006/2008) de **0,803584**. Considerando apenas o ano de 2008, obtivemos a correlação de **0,641974**.

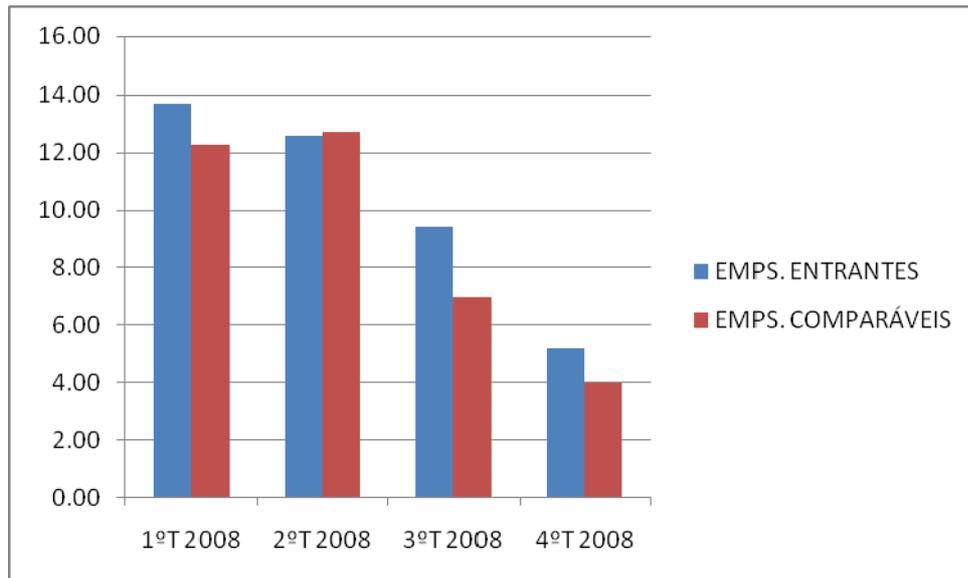


Gráfico 7 – Evolução da média dos preços das ações das empresas entrantes e das empresas consolidadas - construção civil
Fonte: Elaboração do Autor

O gráfico 7 apresenta a média dos preços das ações no período de 2008, das empresas em referência do setor observado. No referido gráfico constata-se um movimento similar para evolução nas cotações médias de empresas entrantes e consolidadas no setor de construção civil no ano da crise financeira internacional.

5.3 Segmento: Serviços Médicos

Para este segmento foram consideradas como entrantes as empresas AMIL, MÉDIA SAÚDE, ODONTOPREV e TEMPO PART. Os gráficos a seguir explicitam a evolução dos múltiplos selecionados para entrantes e comparáveis, conforme desenvolvido nas seções anteriores.

Trazemos, para fins de comparação, três empresas consolidadas: BIOMM, DASA e CREM.

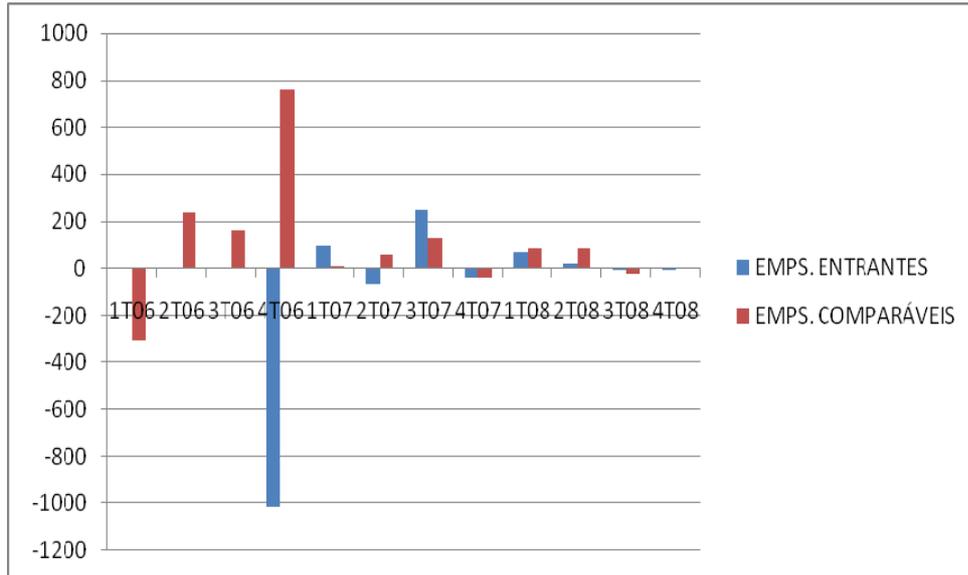


Gráfico 8 – Comparativo da média do preço/lucro das empresas entrantes e das empresas consolidadas - serviços médicos
 Fonte: Elaboração do Autor

Observa-se que em todos os anos, em um dado trimestre, as empresas entrantes e comparáveis apresentarem prejuízos. No ano de 2008, as empresas entrantes no 3º e 4º trimestres encontravam-se negativas. As empresas comparáveis apresentaram-se negativas no 3º trimestre, melhorando um pouco seu desempenho no trimestre seguinte.

Do gráfico 19, do período de 2006/2008, obtivemos a correlação negativa de **-0,1477**. Considerando apenas o ano de 2008, obtivemos a correlação negativa de **-0,48712**.

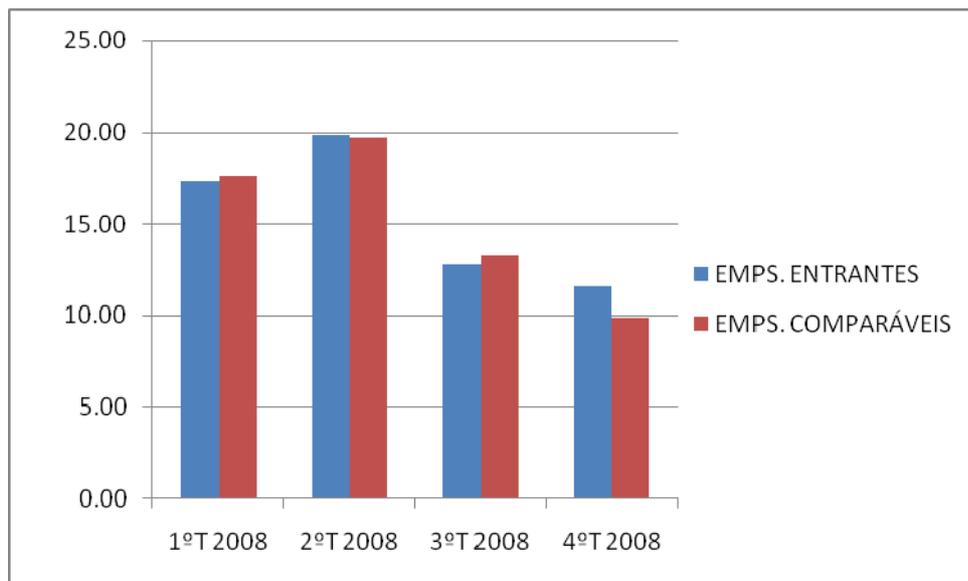


Gráfico 9 – Evolução da média dos preços das ações das empresas entrantes e das empresas comparáveis - serviços médicos
Fonte:

Para efeitos ilustrativos, trazemos a evolução da média dos preços das ações, evidenciando no gráfico 9 que a partir do 2º trimestre de 2008, a média dos preços das ações foi caindo até o último trimestre daquele ano.

5.4 Sumário dos Resultados: Avaliação a partir do Múltiplo Preço/Lucro

Considerando a indisponibilidade de algumas informações sobre o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização para algumas empresas dos três setores analisados, a avaliação foi conduzida a partir do múltiplo dado pela razão Preço/Lucro. Empresas com prejuízo em algum exercício trimestral de 2008 foram retiradas do grupo de análise e esta foi conduzida considerando dois possíveis grupos de empresas: as comparáveis, estabelecidas no mercado antes de 2006 e as entrantes, que abriram capital após este ano. Os resultados seguem na tabela 2 adiante.

Tabela 2 – Evolução do valor das empresas a partir do múltiplo preço/lucro em 2008

Setor e Grupo	2008:T1 → 2008:T2	2008:T2 → 2008:T3	2008:T3 → 2008:T4
<u>Construção Civil</u>			
Entrantes	-10,1%	-56,1%	-47,1%
Comparáveis	-8,2%	-25,2%	-44,8%
<u>Bancos</u>			
Entrantes	-24,5%	-47,7%	-51,9%
Comparáveis	-4,1%	-20,9%	-16,6%
<u>Serviços Médicos</u>			
Entrantes	-3,8%	-34,6%	-19,5%
Comparáveis	**	-52,6%	+4,4%

Nota: (**) Informação não disponível em virtude de resultado negativo para o grupo de comparáveis

Fonte: Estimativas próprias

A tabela 2 reflete a fragilidade das empresas que abriram capital no biênio 2006-2007 às alterações no cenário financeiro internacional. Note que em todos os setores o grupo de empresas consideradas entrantes teve uma redução no seu valor de mercado superior ao verificado para as empresas já estabelecidas – classificadas como comparáveis.

No setor de construção civil, o mais afetado pela crise, e não por acaso alvo da maioria das políticas governamentais, temos que do segundo para o terceiro trimestre de 2008 a desvalorização média no grupo das empresas entrantes foi mais que o dobro das já consolidadas (-56,1% contra -25,2%). Já do terceiro para o quarto trimestre a crise atinge todo o setor e a desvalorização é praticamente a mesma nos dois grupos.

As incertezas sobre o grau de alavancagem e a carteira dos bancos nacionais tiveram um impacto elevado sobre o valor dos bancos que abriram capital no biênio 2007-2008. Do terceiro para o quarto trimestre de 2008, enquanto os bancos consolidados utilizados na amostra – Banco do Brasil, Nossa Caixa e Bradesco – tiveram uma redução média de valor da ordem de 16,6%, entre os bancos que abriram capital esta desvalorização média foi de 51,9%.

Por fim, no setor de Serviços Médicos temos o resultado que não deixa de ser intuitivo: é o setor menos afetado pela crise. Embora com uma desvalorização pior que as entrantes do segundo para o terceiro trimestre de 2008, no exercício seguinte as empresas consolidadas já apresentaram uma valorização média de

4,4%. Note que por ter características de um setor de comércio de bens essenciais, exceto por variações cambiais e preços de insumos acredita-se que não sejam esperadas grandes alterações no lucro das empresas.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando os impactos da crise financeira internacional de 2008 sobre a maioria das economias desenvolvidas e de países emergentes, a proposta deste estudo é contribuir com o debate acerca do tema em três aspectos: i) explicitando como a crise financeira atingiu a economia nacional; ii) demonstrando a redução de valor das empresas em três setores econômicos, quais sejam construção civil e bancos, no epicentro da crise, e serviços médicos, e iii) conduzindo ainda a análise de forma desagregada para empresas que abriram capital no período 2006-2008 e para as já consolidadas quando a crise chegara ao Brasil.

Testes para detectar mudanças estruturais aplicados aos principais indicadores do mercado financeiro nacional indicam três trajetórias para a atividade financeira e, por conseguinte, para o valor das empresas no Brasil: uma primeira trajetória ascendente entre 03/01/2005 e meados de maio de 2008; um período de declínio no valor das empresas e nos índices de mercado de meados de maio a meados de outubro de 2008 e um último período de recuperação iniciado entre 15 e 20 de outubro até setembro de 2009.

Um segundo exercício empírico baseado em avaliação relativa via múltiplos confirma a fragilidade de empresas que abrem capital, quando atingidas por um choque adverso exógeno como foi a crise do *subprime* de 2008. Nos três setores analisados as empresas entrantes apresentaram uma redução de valor bem superior à das empresas consolidadas.

Entre os setores analisados, constata-se que o setor de construção civil foi realmente o mais afetado pela crise, com as empresas, tanto consolidadas quanto entrantes, apresentando reduções de valor superiores a 40% do terceiro para o quarto trimestre de 2008, fato que serve como justificativa para ser este o foco das políticas governamentais de estímulo ao crédito no Brasil.

Finalmente, as empresas consolidadas de um setor de bens essenciais, como é o caso do setor de serviços médicos, parece sugerir que os efeitos da crise

financeira já começam a se dissipar no fim de 2008, fato verificado de forma mais clara a partir de meados de 2009.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre; **Finanças corporativas e valor**, 2ª ed. – São Paulo: atlas, 2005.

BOIE BODIE, ZIVI; KANE, ALEX; MARCUS, ALAN **Fundamentos de Investimentos**, 3ª. ed., Bookman, 2000.

BRIGHAM, Eugene F. ; **Administração financeira: teoria e prática**/Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt; tradução José Nicolás Albuja Salazar, Suely Sonoe Murai Cucci; revisão técnica José Nicolás Albuja Salazar. – São Paulo: Thomson Learning, 2007.

CARLOS GIL, Antonio; **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4ª ed. – São Paulo, Atlas, 2002.

COMISSÃO Nacional de Bolsas; **Mercado de capitais**; 5ª Reimpressão – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COPELAND, Tom; **Avaliação de Empresas Valuation Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas**. Terceira Edição. Pearson Makron Books, 2000.

DAMODARAN, Aswath; **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**; tradução de Bazán Tecnologia e Lingüística (Carlos Henrique Trieschmann e Ronaldo de Almeida Rego); supervisão técnica de Eduardo Fortuna. – Rio de Janeiro: Qualitymark, Ed. 2001.

ECONOMÁTICA

FUNDAÇÃO Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras; **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica/FIPECAFI**; Eliseu Marins (organizador). - - São Paulo: Atlas, 2001.

GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**, 7ª edição. São Paulo: Harbra, 1997.

MARTELANC, Roy, **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor** ; São Paulo: Pearson Prentice Dall, 2005

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, nº 3, Jul/1984.

Sítio eletrônico WWW.bmfbovespa.com.br

ANEXOS

ANEXO A – QUADRO 1

ABERTURAS DE CAPITAL NA BOVESPA		
ANO	EMPRESA	
2008	1. Hypermarcas	3. Nutriplant
	2. Le Lis Blanc	4. OGX Petróleo
2007	1. ABC Brasil	33. Laep
	2. Agra Incorp	34. Log-In
	3. Agrenco	35. Marfrig
	4. Amil	36. Marisa
	5. Anhanguera	37. Metalfrio
	6. Bematech	38. Minerva
	7. BicBanco	39. MPX Energia
	8. BMF	40. MRV
	9. Bovespa Hld	41. Multiplan
	10. BR Brokers	42. Panamericano
	11. BR Malls Par	43. Parana
	12. CC Des Imob	44. Patagonia*
	13. Cosan Ltd	45. PDG Realt
	14. CR2	46. Pine
	15. Cremer	47. Providencia
	16. Cruzeiro Sul	48. Redecard
	17. Daycoval	49. Rodobensimob
	18. Estacio Part	50. Sao Martinho
	19. Even	51. Satipel
	20. EZTec	52. SEB
	21. Fer Heringer	53. SLC Agricola
	22. Generalshopp	54. Sofisa
	23. Guarani	55. Springs
	24. GVT Holding	56. Sul America
	25. Helbor	57. Tarpon
	26. Iguatemi	58. Tecnisa
	27. Indusval	59. Tegma
	28. Inpar S/A	60. Tempo Part
	29. Invest Tur	61. Tenda
	30. JBS	62. Trisul
	31. JHSF Part	63. Triunfo Part
	32. Kroton	64. Wilson Sons
2006	1. ABnote	14. Klabinsegall
	2. Abyara	15. Lopes Brasil
	3. Brascan Res	16. Lupatech
	4. BrasilAgro	17. M.Diasbranco
	5. Company	18. Medial Saude
	6. Copasa	19. MMX Miner
	7. CSU CardSyst	20. Odontoprev
	8. Datasul	21. Positivo Inf
	9. Dufrybras	22. Profarma
	10. Ecodiesel	23. Santos Bras
	11. Equatorial	24. Terna Part
	12. Gafisa	25. Totvs
	13. GP Invest	26. Vivax

Quadro 1 – As empresas que abriram o capital na Bovespa no período de 2006 a 2008
Fonte: BOVESPA

APÊNDICES

APÊNDICE A – BANCOS (GRÁFICOS DE 10 A 12)

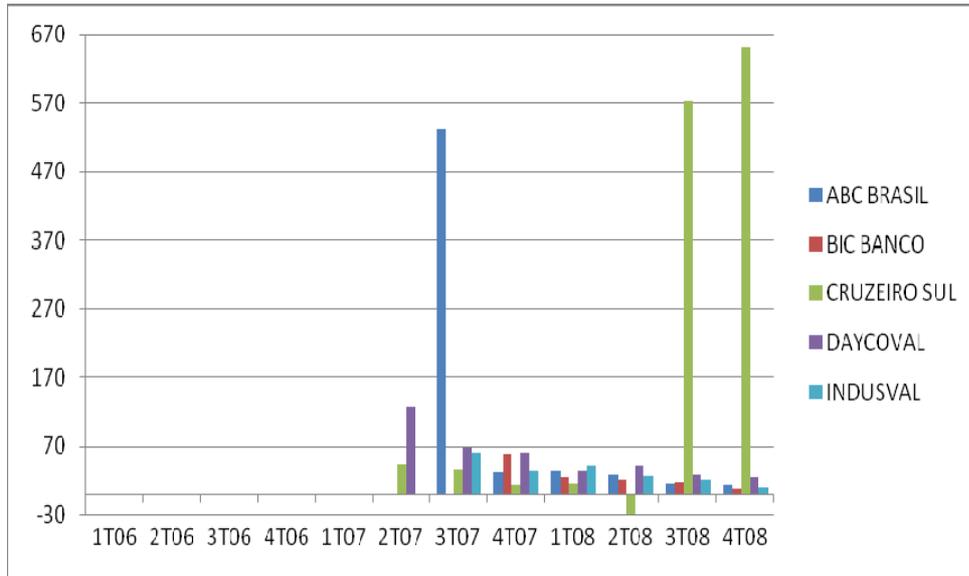


Gráfico 10 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - bancos
Fonte: Elaboração do Autor

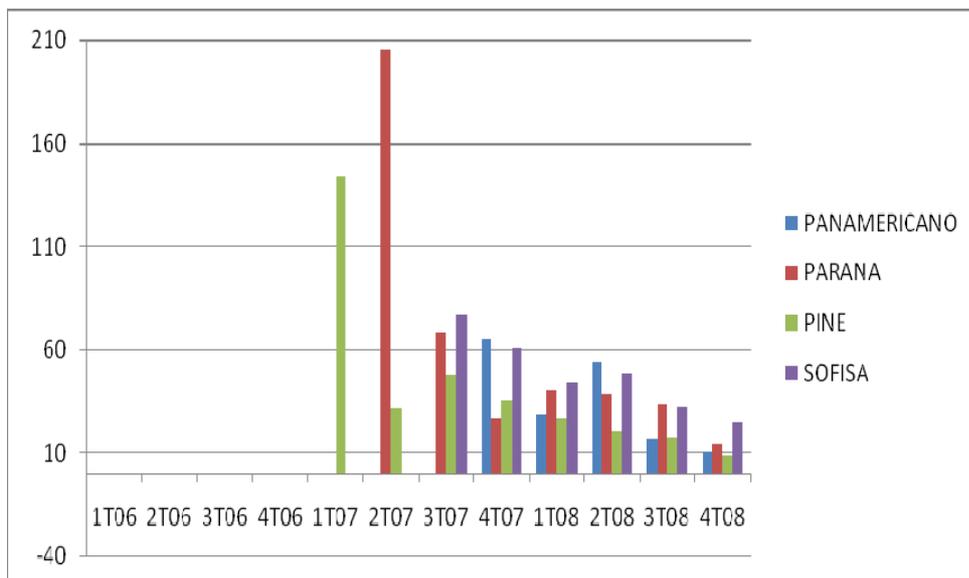


Gráfico 11 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - bancos
Fonte: Elaboração do Autor



Gráfico 12 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas consolidadas - bancos
 Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE B – CONSTRUÇÃO CIVIL (GRÁFICOS DE 13 A 21)

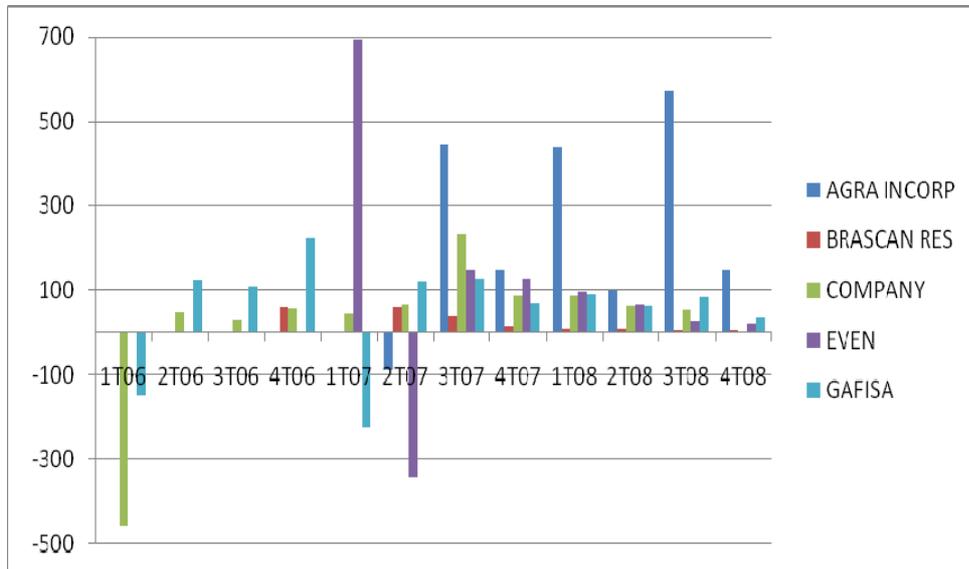


Gráfico 13 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - construção civil
 Fonte: Elaboração do Autor

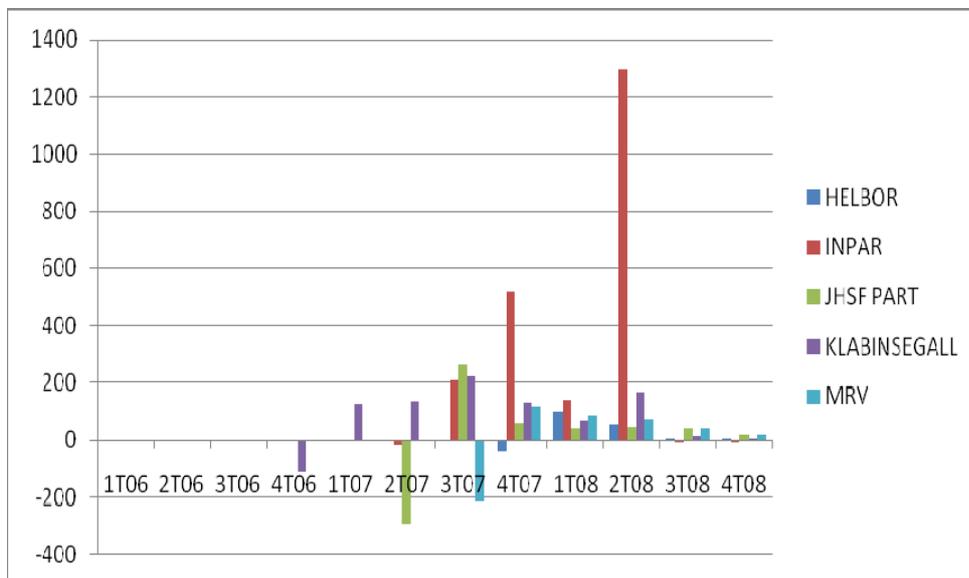


Gráfico 14 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - construção civil
 Fonte: Elaboração do Autor

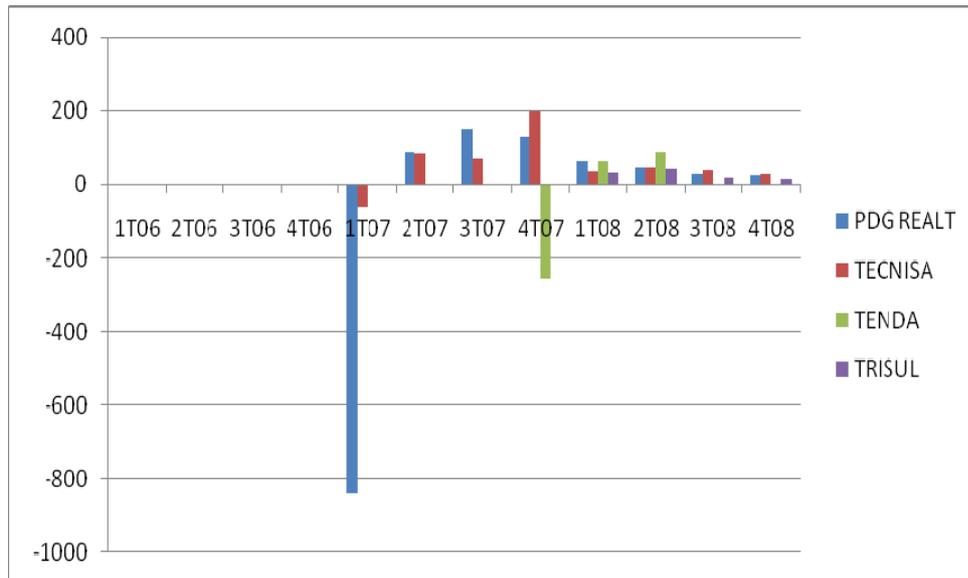


Gráfico 15 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - construção civil
Fonte: Elaboração do Autor

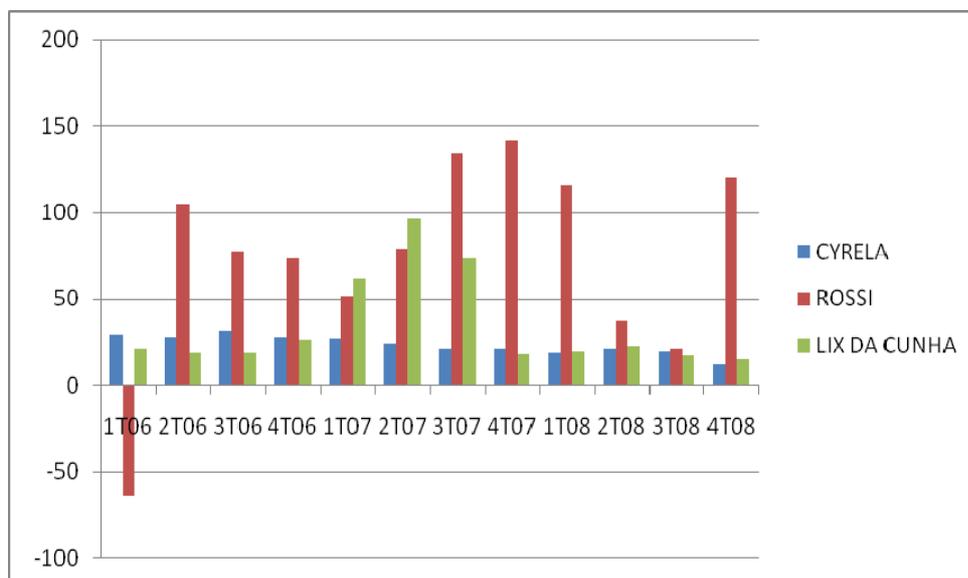


Gráfico 16 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas comparáveis - construção civil
Fonte: Elaboração do Autor

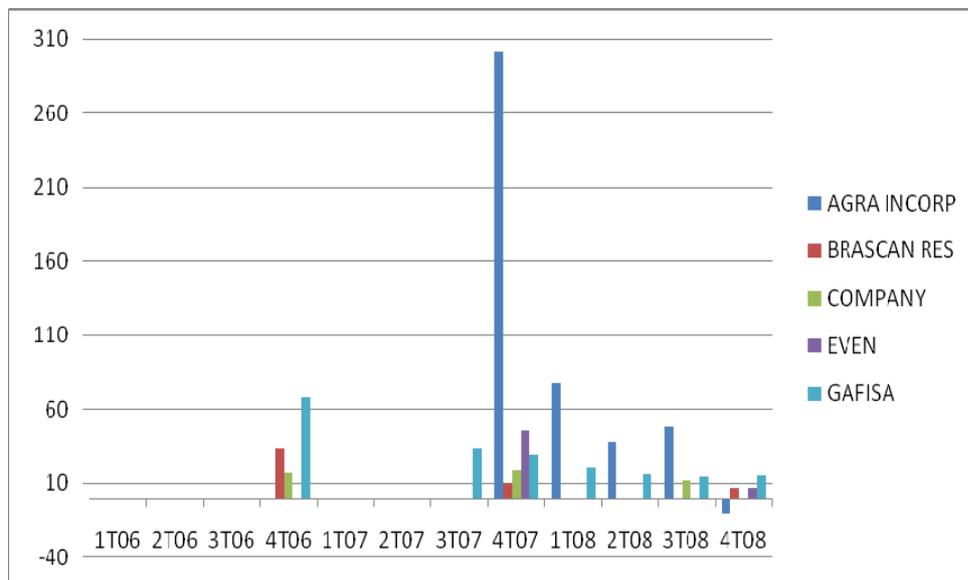


Gráfico 17 – Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - construção civil

Fonte: Elaboração do Autor

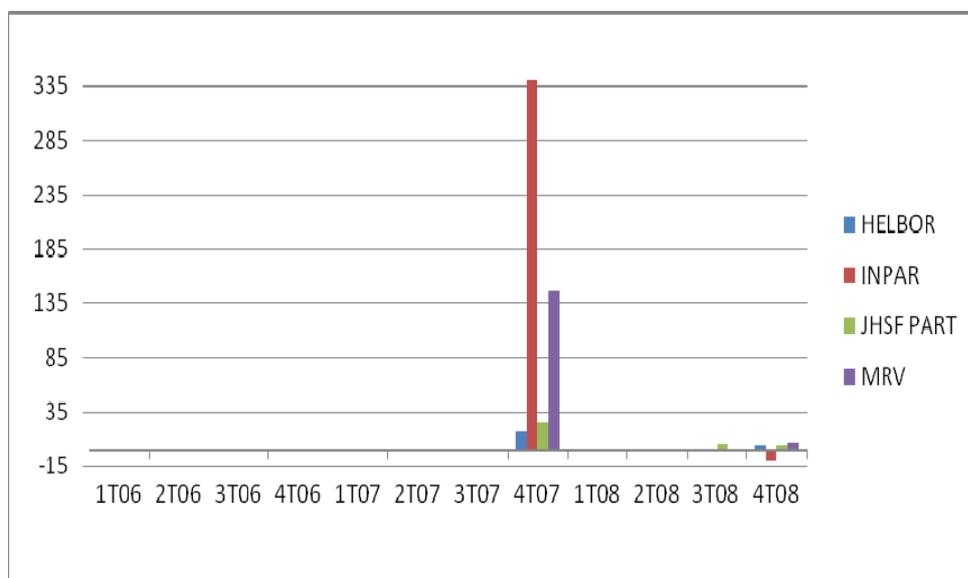


Gráfico 18 – Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - construção civil

Fonte: Elaboração do Autor

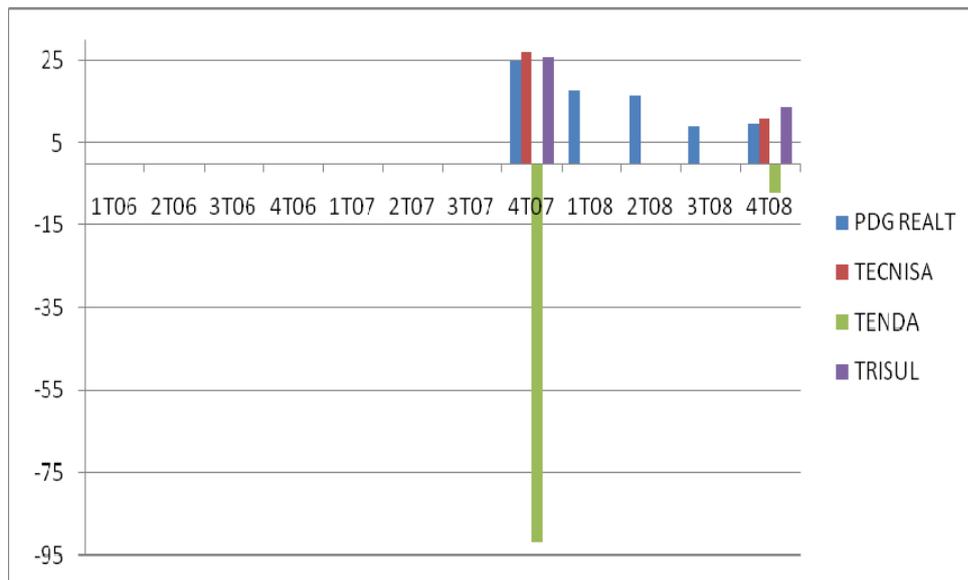


Gráfico 19 – Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - construção civil

Fonte: Elaboração do Autor

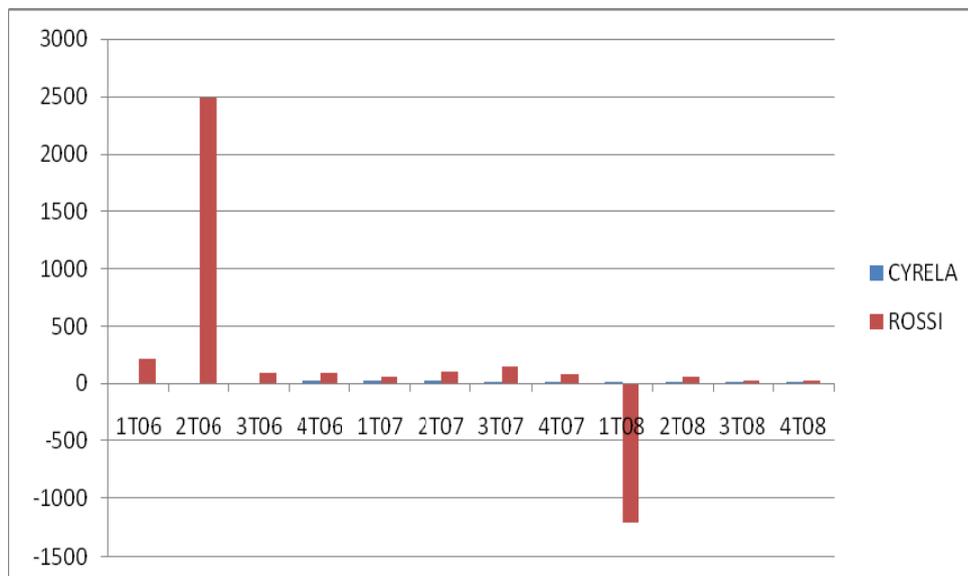


Gráfico 20 – Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas comparáveis - construção civil

Fonte: Elaboração do Autor

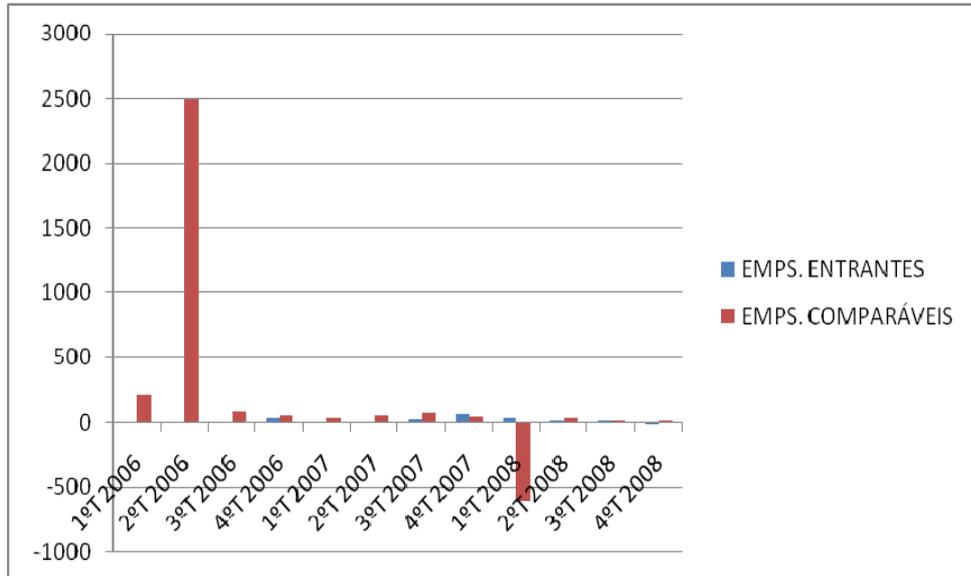


Gráfico 21 – Comparativo da média do múltiplo ev/ebitda de empresas entrantes e de empresas consolidadas - construção civil
 Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE C – SERVIÇOS MÉDICOS (GRÁFICOS DE 22 A 26)

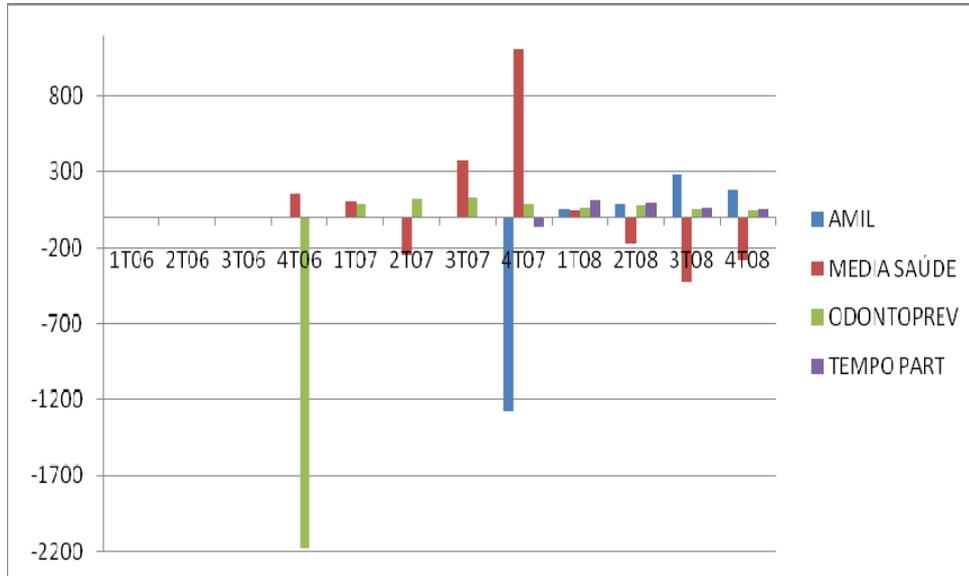


Gráfico 22 – Evolução do múltiplo preço/lucro das empresas entrantes - serviços médicos

Fonte: Elaboração do Autor

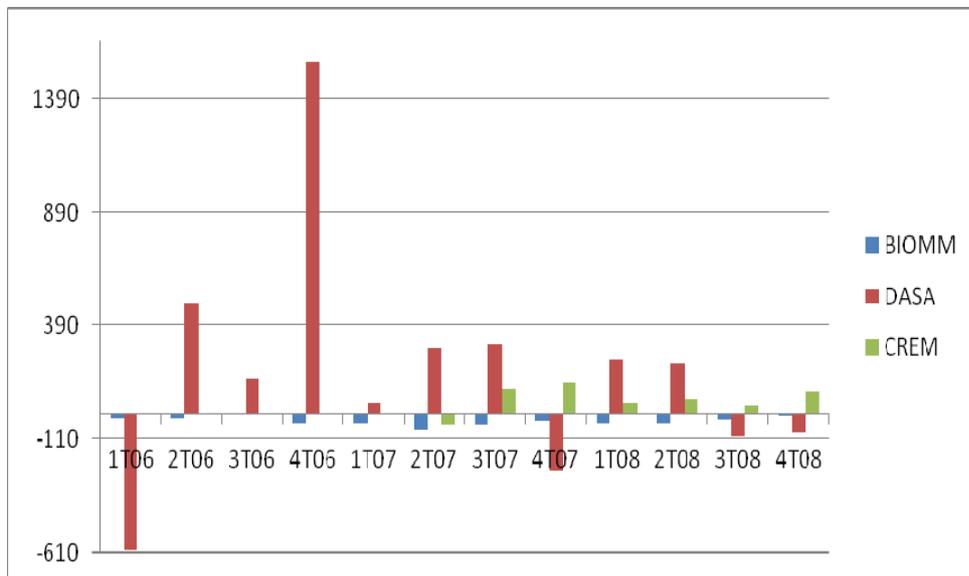


Gráfico 23 – Evolução do múltiplo preço/lucro em empresas comparáveis - serviços médicos

Fonte: Elaboração do Autor

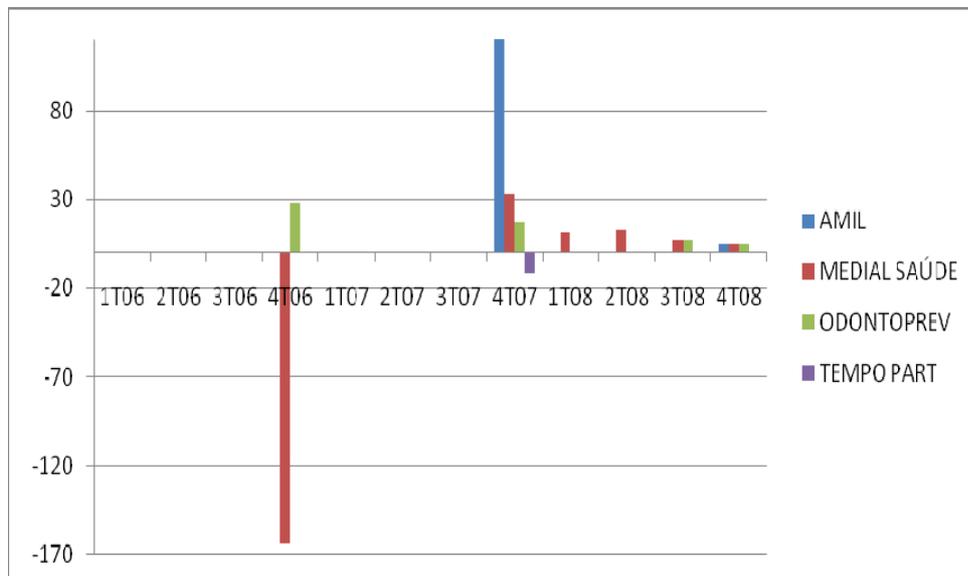


Gráfico 24 – Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas entrantes - serviços médicos

Fonte: Elaboração do Autor

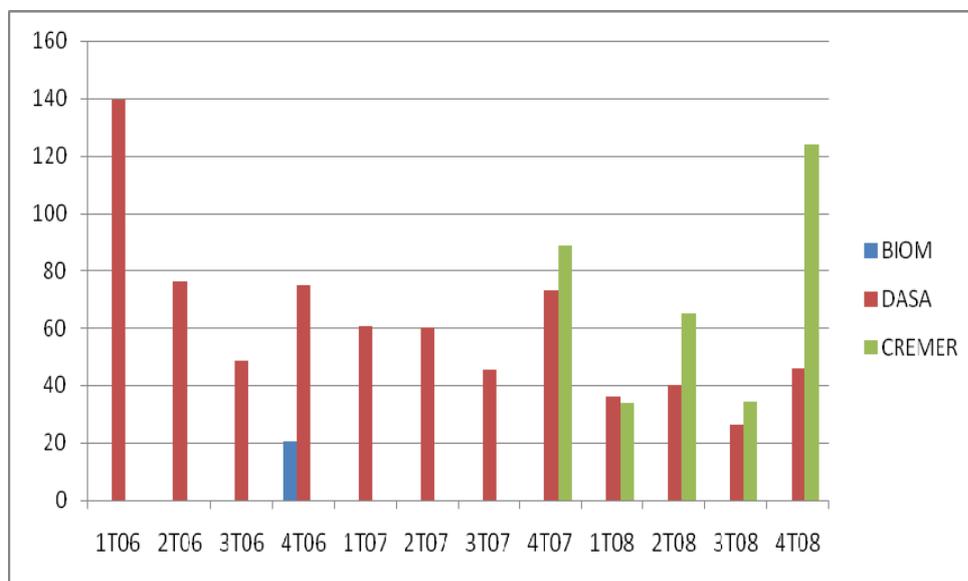


Gráfico 25 – Evolução do múltiplo ev/ebitda das empresas comparáveis - serviços médicos

Fonte: Elaboração do Autor

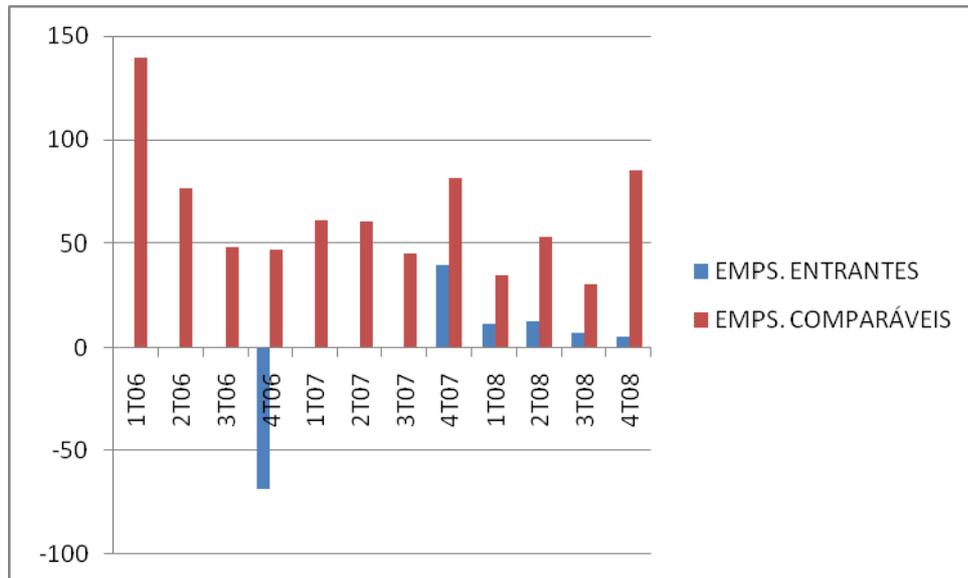


Gráfico 26 – Comparativo da média do ev/ebitda das empresas entrantes e das empresas consolidadas - serviço médicos
 Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE D – TABELA 3

Tabela 3 – Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Construção Civil

EMPRESA	ANO	MULTIPLIO	1ºT 2006	2ºT 2006	3ºT 2006	4ºT 2006	1ºT 2007	2ºT 2007	3ºT 2007	4ºT 2007	1ºT 2008	2ºT 2008	3ºT 2008	4ºT 2008
AGRA INCORP	2007	P/L	-	-	-	-	-	-90,4	444,7	145,3	440,1	98,8	571,6	146,2
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	301,9	77,4	37,5	48,4	-10,5
BRASCAN RES	2006	P/L	-	-	-	58,9	-	58,6	40,1	13,2	9,8	8,7	4,1	4,8
		EV/EBITDA	-	-	-	33,5	-	-	-	10,3	-	-	-	7,2
COMPANY	2006	P/L	-458,2	48,6	29,3	55,6	45,8	65,7	230,5	87,1	85,4	61,6	51	-
		EV/EBITDA	-	-	-	16,8	-	-	-	18,8	-	-	12,2	-
EVEN	2007	P/L	-	-	-	-	693,4	-345	145,1	128,5	97	64,9	26,6	19,3
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	45,8	-	-	-	7,1
GAFISA	2006	P/L	-148,5	125,5	108,1	223,1	-223,7	120,9	128,9	68	90,2	61	82,4	35,9
		EV/EBITDA	-	-	-	68,5	-	-	33	28,8	20,5	16,6	14,6	15,5
HELBOR	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-	-39,2	97,8	52	6,7	5,3
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	17,3	-	-	-	3,8
INPAR S/A	2007	P/L	-	-	-	-	-	-15,6	208,3	518,2	139,5	1295,5	-5,4	-7,2
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	339,7	-	-	-	-9,3
JHSF PART	2007	P/L	-	-	-	-	-	-292,7	266,1	55,2	41,2	48,7	44,7	22,3
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	24,5	-	-	5,4	3,7
KLABINSEGALL	2006	P/L	-	-	-	-110,2	124,1	133,5	221	128,8	64,5	169,7	14,8	7,5
		EV/EBITDA	-	-	-	51,2	-	-	-	23,8	-	12,6	7,6	8
MRV	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-214,1	115,8	83,1	72,2	41,7	20,5
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	145,9	-	-	-	6,3
PDG REALT	2007	P/L	-	-	-	-	-839,7	85	149,4	130,4	63,2	48,6	30,6	25,4
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	24,9	17,7	16,3	8,8	9,6
TECNISA	2007	P/L	-	-	-	-	-62,6	83,2	67,1	198,6	36,5	46,7	41,1	30,1
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	26,7	-	-	-	10,9
TENDA	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-	-253,8	59,8	86,1	-2,7	-2,4
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-92	-	-	-	-6,9
TRISUL	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-	-	33,9	44,1	19,6	16,3
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	25,8	-	-	-	13,7

Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE E – TABELA 4

Tabela 4 – Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Medicamentos e Outros Produtos

EMPRESA	ANO	MULTIPLO	1ºT 2006	2ºT 2006	3ºT 2006	4ºT 2006	1ºT 2007	2ºT 2007	3ºT 2007	4ºT 2007	1ºT 2008	2ºT 2008	3ºT 2008	4ºT 2008
CREMER	2007	P/L EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-40,8	113,1	143,5	50,3	71,4	37,1	34,2
			-	-	-	-	-	-	-	267,6	-	-	7,9	8,3

Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE F – TABELA 5

Tabela 5 – Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Serviços Médicos (Hospitalares, Análises e Diagnósticos)

EMPRESA	ANO	MULTIPLIO	1ºT 2006	2ºT 2006	3ºT 2006	4ºT 2006	1ºT 2007	2ºT 2007	3ºT 2007	4ºT 2007	1ºT 2008	2ºT 2008	3ºT 2008	4ºT 2008
AMIL	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-	-1277,2	51,3	85,7	284,3	182,6
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	119,8	-	-	-	5,3
MEDIAL SAÚDE	2006	P/L	-	-	-	152,2	99,4	-250,8	371,1	1103,4	47	-168,9	-424,1	-282,7
		EV/EBITDA	-	-	-	-164,3	-	-	-	33,3	11,4	12,6	7,5	5,2
ODONTOPREV	2006	P/L	-	-	-	-2180,6	88	121,4	127,8	86,4	64,6	78,6	50,7	40,9
		EV/EBITDA	-	-	-	27,7	-	-	-	16,9	-	-	7,2	5,4
TEMPO PART	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-	-66,6	113,8	93,1	61,6	49,5
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-11,7	-	-	-	-

Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE G – TABELA 6

Tabela 6 – Classificação das empresas que abriram o capital de 2006 a 2008 - Segmento: Bancos

EMPRESA	ANO	MULTIPLIO	1ºT 2006	2ºT 2006	3ºT 2006	4ºT 2006	1ºT 2007	2ºT 2007	3ºT 2007	4ºT 2007	1ºT 2008	2ºT 2008	3ºT 2008	4ºT 2008
ABC BRASIL	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	533,3	32,1	34,3	29,2	15,7	14,2
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BICBANCO	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-	59	25,1	21,9	17	7,6
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CRUZEIRO SUL	2007	P/L	-	-	-	-	-	43,5	36,6	13,8	15,2	-28,5	573,1	651,2
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DAYCOVAL	2007	P/L	-	-	-	-	-	128,3	68,8	61,1	34,6	41,9	27,8	25
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INDUSVAL	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	61,8	35,3	41,9	26,2	20,5	8,9
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PANAMERICANO	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	-	65,2	28,4	54,1	16,6	10,4
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PARANA	2007	P/L	-	-	-	-	-	205,8	68,6	26,4	40,9	38,5	33,6	14
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PINE	2007	P/L	-	-	-	-	143,5	31,7	47,7	35,4	26,8	20,8	17,2	8,9
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SOFISA	2007	P/L	-	-	-	-	-	-	76,7	60,6	43,7	48,2	32,1	25,2
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE H – TABELA 7

Tabela 7 – Empresas Comparativas - Segmento: Construção Civil

EMPRESA	ANO	MULTIPLIO	1ºT 2006	2ºT 2006	3ºT 2006	4ºT 2006	1ºT 2007	2ºT 2007	3ºT 2007	4ºT 2007	1ºT 2008	2ºT 2008	3ºT 2008	4ºT 2008
CYRELA		P/L	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROSSI		P/L	-64,5	104,7	77,6	73,3	51,7	78,8	134,4	141,4	115,3	36,9	20,3	120,2
		EV/EBITDA	215,1	2493,1	89,1	98,1	55,3	102,2	145,6	86,5	-1214,3	59,2	30,2	24,4
LIX DA CUNHA		P/L	-599,9	488	159	156,1	53,3	288,1	308,8	-244,5	242,7	225,5	-95,2	-78,7
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE I – TABELA 8

Tabela 8 – Empresas Comparativas - Segmento: Bancos

EMPRESA	ANO	MULTIPLIO	1ºT 2006	2ºT 2006	3ºT 2006	4ºT 2006	1ºT 2007	2ºT 2007	3ºT 2007	4ºT 2007	1ºT 2008	2ºT 2008	3ºT 2008	4ºT 2008
DO BRASIL		P/L	18,9	25,9	43,2	42,3	39,1	64,6	56,1	61,9	25	40,4	31	12,8
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRADESCO		P/L	49,6	41,4	322,2	50,8	49,3	40,6	59,3	51,5	47,5	50,6	49,7	43,2
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NOVA CAIXA		P/L	29,3	42,8	36,1	146	35,8	10,8	-50,6	-174,2	19,8	10,8	61,2	143,3
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaboração do Autor

APÊNDICE J – TABELA 9

Tabela 9 – Empresas Comparativas - Segmento: Serviços Médicos

EMPRESA	ANO	MULTIPLIO	1ºT 2006	2ºT 2006	3ºT 2006	4ºT 2006	1ºT 2007	2ºT 2007	3ºT 2007	4ºT 2007	1ºT 2008	2ºT 2008	3ºT 2008	4ºT 2008
BIOM		P/L	-15,4	-14,5	-	-39,6	-37,6	-68,4	-41,4	-24,1	-38,4	-36,2	-20,4	-10
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DASA		P/L	-599,9	488	159	1556,1	53,3	288,1	308,8	-244,5	242,7	225,5	-95,2	-78,7
		EV/EBITDA	139,3	76,2	48,4	74,8	60,7	60,3	45,3	73,3	36,3	40	26,5	45,8
CREMER		P/L	-	-	-	-	-	-40,8	113,1	143,5	50,3	71,4	37,1	99,7
		EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	88,9	33,9	65,2	34,2	123,7

Fonte: Elaboração do Autor