

1

Introdução

1.1

O Problema e sua motivação

O presente trabalho tem como objetivo formalizar um estudo de caso sobre o custo de captação externa por meio de títulos de dívida privada, a fim de compreender quais os efeitos a classificação de risco soberano tem sobre as corporações com grau de investimento quando estas estão localizadas em um país sem o grau de investimento.

A partir da década de 1990, verifica-se a retomada de captações externas, tanto por parte do governo federal como por parte de empresas privadas - nacionais e multinacionais instaladas no Brasil, devido à estabilização da moeda brasileira, ao controle da inflação, à implantação e manutenção de metas fiscais e estabilidade política alcançada ao longo dos anos, que fizeram com que o País e suas empresas obtivessem novamente credibilidade junto ao mercado financeiro internacional.

Ao longo do período 1990-1996 as firmas industriais captaram recursos, em valores acumulados, via emissão de títulos, o correspondente a US\$ 12,3 bilhões. Esse montante representou cerca de 24% do total captado nesta modalidade de ingresso por todos os segmentos da economia brasileira, que se aproximou da casa de US\$ 51,3 bilhões no período. O endividamento direto via bônus correspondeu, por outro lado, a cerca de 13% do estoque total de créditos do sistema financeiro nacional para com o setor industrial em 1994 e 1996. (Pereira, 2001).

As empresas estão tendo mais acesso ao crédito em função da liquidez mundial verificada nas últimas décadas e do crescimento das economias de uma forma geral, sem grandes recessões nos últimos 10 anos. O acesso ao crédito pode estar mais fácil, mas está mais barato?

O estudo visa analisar o mercado de captação de recursos externos brasileiro buscando entender os impactos sobre a taxa de juros a ser paga pelas corporações, privadas ou públicas, no período em que estas foram elevadas ao grau de investimento¹, ultrapassando o teto soberano, isto é, passando a ter uma

¹ As agências internacionais de avaliação de risco (as mais importantes são a *Moody's Investors Services*, *Standard & Poor's* e *Fitch Ratings*), com base na avaliação da situação econômico-financeira de empresas e países, atribuem notas que refletem o risco de investimento. Essas notas

classificação de crédito superior à classificação do país em que as operações estão localizadas.

O presente estudo procura mensurar o tamanho desse impacto por meio de um estudo de casos entre empresas que possuem grau de investimento no Brasil – que não possui a classificação grau de investimento – e empresas que possuem grau de investimento localizadas no México, detentor do grau de investimento.

Este estudo é motivado pelo interesse em verificar e comprovar ou não a tese, comum no mercado financeiro, a respeito das empresas brasileiras: *o custo de captação de recursos reflete o custo de se estar localizado em um país sem o grau de investimento, por mais que a empresa o tenha.*

Se a tese não for verdadeira, empresas brasileiras, de capital aberto, que estão em busca de investidores para financiar os seus projetos, têm o interesse de ter uma classificação de risco adequada à sua situação econômico-financeira para que possam, com isso, conseguir linhas de crédito mais baratas. No entanto, será que, ao receber a classificação grau de investimento, o acesso a recursos se torna realmente mais barato? Ou será que o fato de se estar situado em um país que não possui essa classificação ainda interfere no acesso ao crédito?

A princípio podemos dizer que o acesso ao crédito é, sim, limitado pela classificação de risco. Mais do que isso, regras de fundos de pensão americanos, por exemplo, proíbem o investimento dos seus recursos em projetos, empresas ou países que não tenham o grau de investimento.

Por meio desta pesquisa, tentaremos verificar se a classificação de risco soberano tem impacto sobre a capacidade de captações de recursos mais baratos por parte das corporações.

1.2

Objetivos da Pesquisa

O objetivo final da pesquisa é verificar se o custo de captação de recursos externos das empresas brasileiras variou após a elevação do *rating* para grau de investimento.

são classificadas em grupos. O grupo com as notas mais favoráveis recebe o nome de *investment grade* ou grau de investimento. Os países e empresas classificados nesses grupos são considerados de risco baixo para investimento. O Brasil nunca obteve o *investment grade*. Alguns países emergentes já o conseguiram, como por exemplo: China, Coréia do Sul, Chile, Malásia, México, Tailândia e Rússia.

Para que o objetivo final da pesquisa seja alcançado, precisaremos traçar alguns objetivos intermediários e fazer com que os mesmos sejam atingidos, de forma a criar uma linha de raciocínio:

1. desenvolver um melhor entendimento da classificação de risco soberano, risco-país e risco corporativo;
2. averiguar e analisar os fatores determinantes de classificação do risco soberano.

1.3

Delimitação do Estudo

A competitividade mundial pode influenciar o ambiente corporativo, o valor das empresas e do custo de capital disponível de diversas formas. A presente pesquisa está interessada apenas nas relações que possam existir entre o custo de capital de terceiros, para captações de recursos externos, e as classificações de *rating* corporativo e soberano.

A pesquisa utiliza como fonte de informações as agências de classificação de crédito *Moody's Investors Services* e *Standard & Poor's*, duas das maiores empresas do setor, hoje responsáveis pela cobertura de 80% do mercado, analisando mais de 100 países e suas corporações.

Por meio dessas duas agências foram identificadas as empresas com grau de investimento no Brasil e a data da elevação do *rating*. As informações econômico-financeiras a respeito dessas empresas foram obtidas nos seus próprios sítios na internet, na seção de relações com investidores, nos relatórios anuais, nas informações arquivadas e disponíveis na CVM – Comissão de Valores Mobiliários e na SEC – *Securities Exchange Commission*, dos Estados Unidos.

A pesquisa apresenta algumas limitações, como o pequeno número de empresas que possuem o grau de investimento no Brasil. Até o fim do ano de 2006, eram apenas 6 companhias: Ambev – Companhia de Bebidas das Américas, Aracruz Celulose S.A., Companhia Vale do Rio Doce S.A., Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A., Petrobras - Petróleos Brasileiros S.A., e Votorantim Celulose e Papel. Além disso, outra delimitação diz respeito ao fato de que essas empresas se tornaram grau de investimento há relativamente pouco tempo. A empresa que possui essa classificação há mais tempo é Ambev, desde dezembro de 2004, ou seja, um período menor do que 3 anos. Para análise dos dados, o período curto pode deixar de considerar alguma

reestruturação de dívida que esteja em curso e que ainda não foi totalmente implementada, não refletindo a redução de custos até o presente momento ou outros fatores que influenciem os custos de captação.

1.4

Relevância do Estudo

Ao analisarmos uma grande corporação ou então acompanharmos as notícias publicadas em jornais especializados, perceberemos a dimensão dos valores que são investidos anualmente pelas empresas em projetos de expansão e aquisição de novos negócios, com o propósito final de geração de valor para os seus investidores e perpetuação das atividades da empresa.

No entanto, não basta a boa vontade dos gestores para que as companhias consigam obter os investidores mais qualificados ou para captar os recursos mais baratos. Na verdade, a companhia como um todo desenvolve um trabalho para que a sua situação econômico-financeira seja a mais sólida e confiável possível, para criar credibilidade e, com isso, acessar esse tipo de investidor.

O trabalho de criticar esta boa gestão é, em parte, feito pelas agências de crédito que conferem notas indicativas para a “saúde financeira” e solidez das companhias. A outra parte do trabalho é feita pelo investidor que toma a decisão de empregar seus recursos nela ou não. No entanto, a maioria dos investidores acompanha o trabalho das agências de classificação de risco e o utiliza na sua tomada de decisão, como é o caso, por exemplo, dos fundos de pensão americanos, já citados anteriormente, que possuem em seu regulamento leis claras quanto à alocação de recursos e a classificação de crédito.

Portanto, em razão do peso das decisões tomadas, dos montantes envolvidos, dos prazos negociados e dos resultados que podem afetar a competitividade e a continuidade das organizações, podemos afirmar que a análise, acompanhamento e compreensão da classificação de crédito tanto corporativa como soberana tem relevância tanto no meio acadêmico como corporativo.

1.5

Organização da Pesquisa

De forma a buscar uma melhor organização da pesquisa, a mesma foi dividida em quatro capítulos, sendo este, o que trata da introdução ao problema. O segundo capítulo trata do referencial teórico, em que destacamos inúmeros

trabalhos na área de análise do risco soberano, bem como a existência poucos trabalhos que explorem a questão da relação entre o risco de crédito soberano e o risco de crédito corporativo.

No terceiro capítulo, apresentamos o papel exercido pelas agências de classificação de crédito e as definições de risco soberano, risco-país e risco corporativo e suas utilizações e relevância no mercado de captações de recursos.

No quarto capítulo é feita a descrição da metodologia utilizada, o WACC – *Weighted Average Cost of Capital* – custo médio ponderado de capital e suas adaptações necessárias à pesquisa. E por fim, neste capítulo ainda é feita a análise dos dados levantados e apresentação dos resultados.

A conclusão do trabalho será apresentada no quinto capítulo em conjunto com as recomendações para trabalhos futuros.