

## 4

### Análise empírica dos dados

#### 4.1

##### Uma breve descrição do Brasil

Para mensurar a capacidade de um país honrar seus compromissos observam-se alguns indicadores, em específico os que medem se o volume de riquezas e recursos do país está em equilíbrio frente à quantidade de obrigações deste com seus credores. A dívida pública brasileira, apesar de estar em trajetória descendente, ainda encontra-se em nível elevado e por isso torna-se o principal fator de desequilíbrio macroeconômico, gerando, aos olhos do investidor internacional, uma elevada percepção de risco de investimento no Brasil.

Abaixo são descritos sete indicadores usados na mensuração de risco soberano, considerados chave para a possível elevação do *rating* brasileiro:

1) Dívida Líquida/PIB(Produto Interno Bruto): a mensuração entre o volume de endividamento de um país e sua capacidade de geração de riquezas economicamente exploradas é o mais importante indicador de risco soberano de um país. A dívida líquida equivale ao total do endividamento bruto do país descontados os ativos financeiros públicos identificados pelo Banco Central, como reservas internacionais e base monetária. O aumento do superavit primário do governo nos últimos quatro anos promoveu a interrupção do crescimento da razão Dívida Líquida/PIB e desde 2003 esta razão vem apresentando redução. Muitos analistas de mercado consideram que após a revisão da série histórica do PIB feita pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o grau de investimento está mais próximo. A revisão provocou uma elevação de 11% no PIB nominal do país em 2006, e conseqüentemente a dívida do setor público em relação ao PIB caiu de 50% para 44,9%. Esse dado já representa uma melhora significativa nos indicadores do país, no entanto, ainda está bem distante dos indicadores de um país grau de investimento que, normalmente, tem essa razão em torno de 22% (Mediana dos países *Investment Grade* BBB da *Standard & Poor's* em 2006). No mercado da dívida, essa reviravolta teve um efeito benéfico muito grande. As enormes necessidades de financiamento externo foram

reduzidas para níveis mais administráveis, diminuindo os riscos para os dois lados, governos e investidores.

2) Reservas Internacionais Líquidas/Dívida Externa: o volume de reservas internacionais mantido pelo país representa um colchão de liquidez para honrar seus compromissos e enfrentar ataques especulativos. Para se ter uma referência sobre o volume de reservas adequado à minimização do risco soberano de um país é importante correlacionar este estoque com seu padrão de endividamento. Atualmente, o Brasil não possui mais dívida externa líquida, uma vez que o nível de reservas internacionais é superior ao nível da sua dívida externa.

3) Dívida Externa/Exportações: a relação entre dívida externa e exportação é outro importante indicador de risco soberano. É a relação direta entre o nível de endividamento com uma das principais fontes de recursos para o cumprimento das suas obrigações. Em 2006, essa relação foi de 0,8, menor número verificado desde 1999 quando a relação foi de 3,6.

4) Corrente de Comércio/PIB: corrente de comércio é a soma entre as exportações e as importações de um país. Serve como indicador de mensuração de risco soberano à medida que reflete a capacidade de uma economia atrair recursos e se inserir no mercado internacional. Em 2006, essa relação ficou em 21,5% enquanto em 2000 essa relação era de 9%.

5) Crescimento Econômico: o ritmo ao qual uma economia cresce; é um importante indicador para mensurar o risco, à medida que as agências de crédito analisam, sobretudo, a relação existente entre nível da dívida e capacidade de pagamento. Um nível de crescimento mais acelerado incide diretamente na percepção da capacidade de um país honrar seus compromissos

6) Superavit Primário: é a diferença entre a arrecadação e os gastos do governo, excluídos os gastos com os serviços da dívida (juros). O nível de superávit primário é um indicador de austeridade fiscal de uma economia, sendo, portanto, um importante fator de mensuração de

“saúde” orçamentária e da capacidade de honra de compromissos junto aos credores. Quanto maior o superávit, maior essa capacidade. Em 2006, o superávit foi de 4,3% do PIB.

7) Administração da dívida mobiliária: é o equilíbrio na composição da carteira entre papéis pré-fixados e pós-fixados.

É importante salientar, mais uma vez, a diferença entre risco-país e *rating* soberano. Os *ratings* soberanos do Brasil são Ba1 e BB+ de acordo com a *Moody's* e *Standard & Poor's*, respectivamente. O risco-país, atualmente, gira em torno dos 200 pontos.<sup>1</sup> Não obrigatoriamente uma redução do risco-país significa que o Brasil entrou para o seleto grupo de países com a classificação de grau de investimento.

Verifica-se uma melhora significativa na qualidade de crédito dos países em desenvolvimento, o que denota que os mercados emergentes não são mais tão vulneráveis aos choques globais nem são mais prováveis fontes de um colapso dos mercados financeiros. Em grande parte, os governos de países como México, Brasil e Rússia, por exemplo, têm utilizado os recursos que vêm obtendo para quitar dívidas, reduzir inflação e diminuir ou eliminar déficits orçamentários. Dessa forma, um grande número de países em mercados emergentes estão, em termos históricos, com seus níveis de *ratings* mais elevados e novas elevações são mais prováveis do que rebaixamentos.

No entanto, o Brasil ainda é o único país dos BRICs<sup>2</sup> que ainda não possui o grau de investimento. Apesar das melhorias já alcançadas, resta ainda obter a confiança de que o país será capaz de manter no futuro as condições alcançadas hoje.

## 4.2

### Uma breve descrição do México

O México é um país que possui grau de investimento desde março de 2000. A diferença entre o Brasil e o México é que, apesar das semelhanças econômicas, ele possui os indicadores descritos no item anterior dentro dos níveis solicitados pelas agências de crédito.

---

<sup>1</sup> Informações disponíveis em setembro de 2007.

<sup>2</sup> Sigla que representa os principais países emergentes da atualidade: Brasil, Rússia, China e Índia.

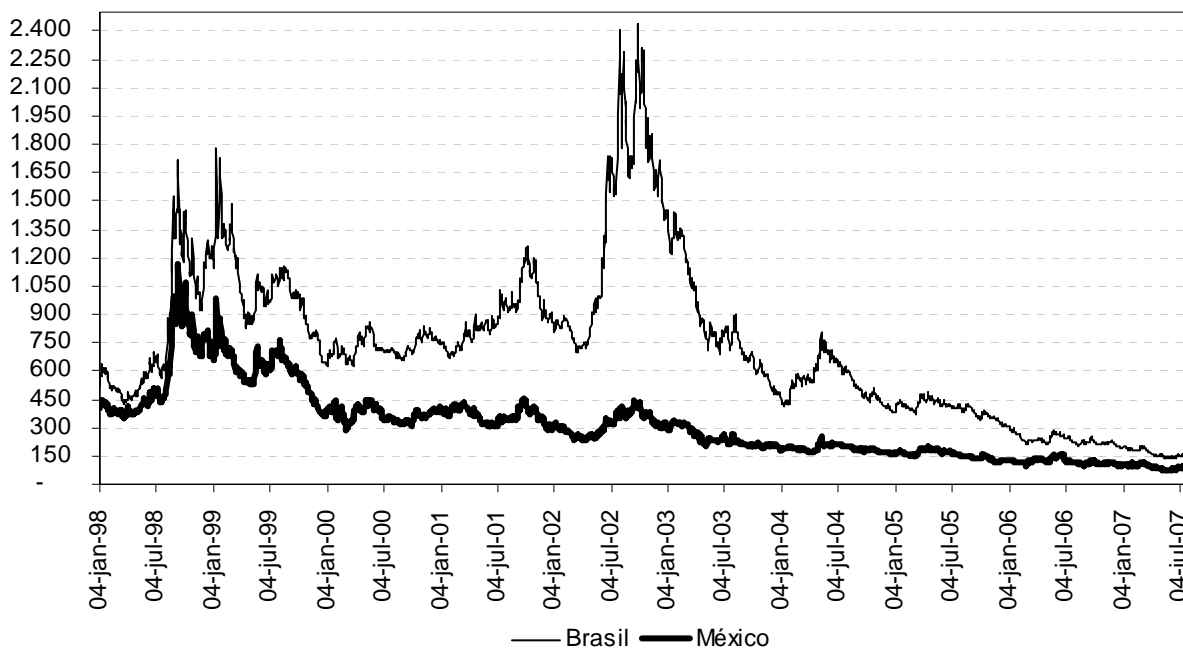
Apesar das melhorias verificadas pelo Brasil nos últimos anos, o país ainda apresenta um desempenho pior do que o mexicano em termos de tendências fiscais, do tamanho da carga da dívida pública e do nível dos juros. O déficit do setor público brasileiro deverá ficar, na média, em mais de 2,5% do PIB em comparação com as contas relativamente equilibradas do México. Paralelamente, apesar da carga líquida de endividamento público brasileiro ter caído nos últimos anos ela permanece alta, em torno de 45% do PIB. No México, em comparação, a carga de endividamento do governo federal é de 22% do PIB.

Os exemplos acima são apenas indicadores das diferenças entre os dois países.

No período de realização deste estudo, o México possuía classificação de risco correspondente a BBB e Baa2, segundo a *Standard & Poor's* e *Moody's*, respectivamente.

Abaixo temos o gráfico com o risco-país do Brasil e México desde 1998. Em alguns momentos é possível perceber o descolamento entre as duas séries, como no ano de 2002 durante as eleições presidenciais no Brasil. Em 1998, tivemos a crise do México, e em 1999, a desvalorização do real frente ao dólar. A trajetória de queda do risco do México é muito mais “tranquila” que a do Brasil, que ao longo dos anos ainda se mostrou vulnerável a problemas externos.

GRÁFICO 1  
Risco-País



### 4.3

#### Metodologia – Custo Médio Ponderado de Capital

Identificar as variáveis que influenciam de forma positiva ou negativa o custo de capital de uma empresa ou, de uma forma mais abrangente, o custo de capital de uma empresa inserida em um determinado país é uma tarefa que ocupa espaço relevante no meio acadêmico com vários estudos dedicados ao assunto. Dada a enorme gama de variáveis que podem afetar a correta estimativa do custo de capital, diversos estudos buscam identificar aquelas que maior relevância apresentam no momento da estimativa.

Nas corporações essa tarefa também não é fácil, dadas as diferentes formas de captação de recursos para financiamento de suas atividades e/ou projetos. Na verdade, no caso de uma empresa que utiliza diversas fontes de capital para financiar seus projetos, a perfeita determinação do custo de capital é um objetivo quase impossível.

A forma mais conhecida de se estimar o custo de capital das companhias é o WACC – *Weighted Average Cost of Capital* – ou custo médio ponderado de capital: com base na média ponderada dos diversos custos componentes das fontes de recursos disponíveis para o projeto, chegamos ao custo que será utilizado para analisar o orçamento de capital do projeto em questão

(Damodaran, 1997); ou ainda, é a taxa de desconto utilizada para avaliações econômicas de investimentos de capital (projetos de expansão, estudos de viabilidade etc) em processos de fusão e aquisição e venda de ativos.

O custo medido ponderado de capital pode ser descrito da seguinte maneira:

$$WACC = K_d (1-T) * D/TC + K_e * E/TC \quad (2)$$

Em que:

$K_d$ : custo do capital de terceiros;

$K_e$ : custo do capital próprio

$D/TC$  e  $E/TC$ : participação da dívida e do *equity* no capital total (estrutura de capital)

$T$ : alíquota de impostos (no Brasil imposto de renda + contribuição social sobre lucro)

De acordo com a fórmula, existem diversos tipos de fontes de capital para o financiamento de um projeto. Uma empresa, no limite, pode financiar-se totalmente com capital próprio. No entanto, a maioria das empresas utiliza outras fontes, como capital de terceiros.

As empresas podem encontrar diferentes tipos de dívidas para financiar seus projetos. Os gestores podem contratar dívida com taxa fixa ou flutuante, dívida comum ou conversível e dívida com ou sem amortizações. Sendo assim, cada um dos instrumentos passíveis de contratação possuirá uma característica diferente no seu custo. De acordo com a teoria, no caso de um projeto em que exista a possibilidade de diversas fontes de dívida, o  $k_d$  será calculado com base no custo médio dos instrumentos de dívida que serão contratados, podendo ser ponderado pelos seus valores de mercado ou pelos seus valores contábeis.

No entanto, na prática a estimação do custo de capital de terceiros não se mostra tarefa tão simples, como anteriormente dito. Com o aumento dos fluxos de recursos mundiais, com a globalização dos negócios, é comum hoje encontrarmos companhias com dívidas diversas em seus balanços, isto é, dívidas com características diferentes e que não podem ser comparadas diretamente. Como exemplo, podemos citar uma companhia que tenha atividades em diversos países e tenha acesso a diferentes fontes de capital e

por isso tenha em seu balanço captações de recursos em dólares, libras, ienes, euros, reais ou pesos mexicanos. Cada uma dessas captações é corrigida pela taxa referencial do país ou comunidade que utiliza aquela moeda (podemos citar aqui algumas formas de taxas de juros: Libor – *London Interbank Offered Rate*, CDI – Certificado de Depósitos Interbancários, índices de preços, TIEE – *Mexican weighted equilibrium interbank interest rate* etc).

A forma correta de estimar o custo de capital de terceiros em uma situação como esta seria escolher uma moeda base e transformar todas as captações em outras moedas para a moeda base. Para se estimar a correta taxa de juros na moeda base seria necessário obter uma cotação de um *swap* entre a captação original e a moeda base. No entanto, nem sempre é possível obter uma cotação justa desse *swap*, uma vez que o volume da captação, o prazo para o vencimento e a liquidez desse tipo de captação influenciam na sua cotação. No caso de estimação do custo de capital, seria necessário solicitar a uma instituição financeira cotações indicativas para os diferentes *swaps* que se fizessem necessários, a fim de transformar toda a dívida da empresa em uma só moeda.

Na prática, as empresas realizam operações de *swaps* convertendo uma determinada dívida para outra moeda e, conseqüentemente, para outra forma de correção desta dívida. No entanto, os objetivos dessas empresas ao fazerem esse tipo de operação é se proteger contra os riscos cambial e de juros e não obter o seu custo de capital.

O que se verifica na prática das corporações é a definição de uma moeda base e a estimação do custo de capital baseado naquela moeda, desconsiderando a possibilidade de diferentes captações, na estimação do custo de capital de um determinado projeto.

O presente estudo não tem como objetivo estimar o custo de capital (seja de terceiros ou próprio) das companhias brasileiras. Porém, o estudo utiliza o conceito de custo médio ponderado de capital para fazer comparações entre as diferentes corporações citadas neste trabalho.

Enfrentamos o problema acima descrito ao verificarmos que as companhias tanto brasileiras como mexicanas apresentam diversas formas de captações de recursos. No caso das brasileiras, verificamos que nas captações em reais predominam as correções através de TJLP – taxa de juros de longo prazo – e CDI, e nas captações em moedas estrangeiras predominam as captações em Libor ou taxa fixa.

No caso das mexicanas, as captações em pesos mexicanos são corrigidas pela TIIE – *Mexican weighted equilibrium interbank interest rate* – ou pelos *Mexican Treasury Certificates* (CETES) e as captações em moeda estrangeira também são basicamente corrigidas pela Libor ou por taxas fixas.

Em função disso, e pela dificuldade em obter o valor justo do *swap* para todas as formas de captação verificadas nas empresas analisadas, optou-se por considerar apenas as captações realizadas em dólar norte-americano e euro. Essa escolha foi feita por estarmos considerando os *ratings* das empresas na seguinte definição: escala global - moeda estrangeira.

Isto é, este estudo busca verificar se as empresas que obtiveram grau de investimento no Brasil tiveram alguma redução no seu custo de captação externa, ou se o fato de o país ainda não ser considerado *investment grade* afeta ainda o acesso a linhas mais baratas no exterior.

Além disso, como descrito na fórmula (2), o presente estudo não fará considerações sobre tributação nas captações (ou melhor, sobre a dedutibilidade das despesas financeiras no imposto de renda) em função da dificuldade em se obter informações sobre o planejamento tributário de cada uma das companhias analisadas, tanto brasileiras como mexicanas. Acreditamos que o impacto não será relevante neste estudo, uma vez que as formas de captações externas das empresas brasileiras são bem semelhantes (como pré-pagamentos à exportação, emissão de bônus e adiantamentos de contratos de câmbio) e o objetivo do estudo é verificar se houve melhoria no custo de captação em função da melhora do *rating* da companhia e não da utilização de um melhor ou pior planejamento tributário.

### **4.3.1**

#### **Análise dos Dados**

Para a realização deste estudo foram identificadas as empresas brasileiras que possuem, hoje, grau de investimento, segundo as agências de *rating* *Moody's* e *Standard & Poor's*, conforme indicado na tabela 2.



TABELA 2		
	<i>Moody's</i>	<i>Standard and Poor's</i>
Ambev - Companhia de Bebidas das Américas	Agosto 2007	Dezembro 2004
Aracruz Celulose S.A.	Fevereiro 2006	Novembro 2005
Companhia Vale do Rio Doce S.A.	Julho 2005	Outubro 2005
Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.	Dezembro 2005	Janeiro 2006
Petrobras - Petróleos Brasileiros S.A.	Outubro de 2005	Janeiro 2007
VCP - Votorantim Celulose e Papel S.A. <sup>1</sup>	-	Fevereiro 2006

1 - A companhia não é coberta pela agência de *rating* *Moody's*.

Durante a realização deste trabalho, as empresas Gerdau S.A. e Usiminas S.A. foram elevadas a grau de investimento pela *Standard & Poor's*, mas por ser uma mudança recente não foi possível incluí-las no estudo.

Após a identificação das empresas grau de investimento no país, hoje, e a identificação de quando a elevação do *rating* aconteceu, buscamos identificar o custo de captação de recursos externos (em dólar norte-americano e euro) no período anterior à elevação do *rating* e no imediatamente posterior<sup>3</sup>, por meio dos balanços auditados publicados por cada uma dessas companhias.

O objetivo desse cálculo é verificar se houve alguma variação no custo de captação externa após a indicação de grau de investimento para essas companhias, constatando com isso o acesso a linhas de crédito mais baratas.

Após a verificação do custo de captação de recursos externos no período imediatamente posterior ao da elevação do *rating*, definiu-se como data de corte o balanço de 31 de dezembro de 2006 para comparação do custo de capital de terceiros em moeda estrangeira das empresas brasileiras com o também custo de capital de terceiros em moeda estrangeira de empresas grau de investimento localizadas no México, país, hoje, considerado *investment grade*.

Os resultados serão apresentados por companhia analisada e, posteriormente, no caso da comparação do custo de capital de terceiros das empresas brasileiras contra o das empresas mexicanas, será calculada uma só média ponderada do custo de captação das empresas brasileiras e comparada com o resultado obtido nas empresas mexicanas.

<sup>3</sup> Período aqui deve ser entendido como exercício fiscal. Foram, portanto, comparados os balanços de encerramento do ano fiscal das empresas.

Vale ressaltar o tamanho da amostra. Apenas seis empresas são consideradas grau de investimento no Brasil.<sup>4</sup> No caso do México, foram identificadas 5 empresas com grau de investimento pelas duas maiores agências de classificação de risco e 10 empresas se levarmos em consideração apenas a *Standard & Poor's*, o que também foi considerado um número pequeno dada a condição do país também ser *investment grade*.

Outro ponto a ser reforçado, refere-se à forma de captação das empresas que podem apresentar taxa fixa ou flutuante. Dessa forma, faremos duas comparações neste trabalho. Uma levará em conta o custo total de captação externa em dólares norte-americanos e euros e a outra análise será feita sobre o *spread* em relação à Libor, taxa de juros normalmente utilizada em captações com taxas flutuantes. Essas taxas têm apresentado, desde 2004, uma tendência de alta em função da atividade aquecida não só da economia dos Estados Unidos, mas também do mundo, o que pode gerar uma tendência de alta nos preços de uma forma geral, levando à inflação.

#### **4.3.1.1 Ambev – Companhia Brasileira de Bebidas S.A.**

A Ambev foi a primeira empresa brasileira a ter a classificação de grau de investimento no país. Em Dezembro de 2004, a *Standard & Poor's* atribuiu *rating* BBB – para a dívida de longo prazo em moeda estrangeira da companhia. A *Moody's* atribuiu o grau de investimento apenas em 23 de agosto de 2007, juntamente com a elevação do *rating* do Brasil.

Pelo texto retirado do relatório anual da empresa “Em dezembro (2004), a agência *Standard & Poor's* elevou o *rating* da Ambev em moeda estrangeira para Grau de Investimento de BB – para BBB – refletindo a forte solidez de nosso balanço patrimonial e transformando-nos na primeira companhia brasileira a atingir esse *status*. Com isso, teremos maior acesso a financiamentos com custos mais competitivos.”

Neste mesmo ano, a empresa brasileira se associou à belga Interbrew, o que pode ter contribuído para a elevação do seu *rating*. Segundo suas demonstrações financeiras, a empresa não possui dívida em dólares atrelada a taxas flutuantes. Parte da dívida em dólares refere-se a dois *bonds* de 10 anos, emitidos pela companhia antes do grau de investimento, que têm vencimento em 2011 e 2013 e rendem 10,5%aa e 8,75%aa, respectivamente. Como os títulos do governo americano de 10 anos apresentaram uma trajetória ascendente nos

---

<sup>4</sup> Em 23 de agosto de 2007, são 8 empresas brasileiras consideradas grau de investimento.

anos de 2004 a 2006 (4,22% aa em 2004, 4,393% aa em 2005 e 4,704% aa em 2006) podemos dizer que o *spread over treasury* desses títulos diminuiu ao longo desses anos.

A outra parte da dívida em dólares refere-se basicamente a capital de giro também em taxa fixa. No ano de 2004, a empresa pagou em média 4,44%aa por essa parcela da dívida, o que representa um *spread over treasury* de 0,22%. Em 2005, a taxa média de pagamento foi de 4,41%aa representando um *spread* de 0,02%. No entanto, em 2006 houve um aumento da taxa média de pagamento da dívida relacionada ao capital de giro para 6,89%aa devido a novas captações, de forma que o *spread over treasury* passou para 2,19%.

A taxa média ponderada da dívida em dólares da companhia – somando os *bonds* e o capital de giro – foi de 7,7%aa em 2004, 8,47%aa em 2005 e 8,65%aa em 2006. Ao analisarmos o *spread over treasury*, percebemos que houve uma elevação no ano de 2005 em relação a 2004 e depois verificamos uma queda em 2006 (3,55% em 2004, 4,07% em 2005 e 3,94% em 2006). No entanto, o *spread* acima da taxa livre de risco em 2006 permanece acima do *spread* verificado em 2004.

Portanto, verificamos que no caso da Ambev não houve redução do custo de captação em moeda estrangeira após a obtenção do grau de investimento.

#### **4.3.1.2 Aracruz Celulose S.A.**

A Aracruz tornou-se grau de investimento pelas duas agências de *rating* na mudança de 2005 para 2006 (em novembro de 2005 pela *Standard & Poor's* e em fevereiro de 2006 pela *Moody's*).

O custo de captação médio da companhia em moeda estrangeira caiu de 6,3%a.a em 2005 para 6,1%aa em 2006.

Na composição da dívida desta empresa, cerca de 85% referem-se às captações em moeda estrangeira. Dessa parcela, 31% estavam atrelados a taxas flutuantes em 2005 (taxa média de 5,6% aa) e 69% atrelados à taxa fixa. Em 2006, cerca de 80% da dívida da companhia eram em moeda estrangeira, e no entanto, 95% desta parcela da dívida estavam atreladas a taxas flutuantes. A empresa realizou a liquidação antecipada da dívida atrelada à taxa fixa, restando apenas um pequeno saldo.

Dessa forma, considerando que a Libor encerrou 2005 a 4,70%aa e 2006 a 5,37%aa podemos perceber que houve uma redução nos *spreads* negociados por esta empresa, passando de 0,9% para 0,7%

Podemos concluir que a empresa obteve sim um benefício com a elevação do seu *rating* para grau de investimento, acessando linhas de créditos mais baratas.

#### **4.3.1.3 Companhia Vale do Rio Doce S.A. – Vale**

A Companhia Vale do Rio Doce tornou-se grau de investimento em julho de 2005 pela agência *Moody's* e em outubro de 2005 pela *Standard & Poor's*.

Pelo texto retirado do relatório anual da empresa de 2005:

A Vale conseguiu, em 2005, atingir uma de suas metas mais importantes: a conquista do Grau de Investimento. Com a quebra de um paradigma, segundo o qual a classificação de risco de uma empresa era limitada pelo risco soberano, a Companhia se tornou a primeira empresa controlada por acionistas brasileiros a obter o *investment grade* e a única no Brasil a ser reconhecida nessa posição por três entre as mais importantes agências de *rating* do mundo: *Standard & Poor's* (BBB), *Moody's* (Baa3) e *Dominion Bond Rating Services* (BBBlow).

A empresa possui mais de 80% da sua dívida em moeda estrangeira e analisando a parte da dívida atrelada a taxas flutuantes percebe-se que o *spread over* Libor caiu de 2,23% em 2004 para 1,44% em 2005 e 0,51% em 2006. Já na parcela atrelada a taxas fixas houve um ligeiro aumento no *spread over treasury* no ano de 2005 em relação a 2004, de 3,25% em 2004 para 3,36% em 2005, seguido de uma significativa redução em 2006 para 2,11%.

É importante ressaltar que em 2006 a dívida da Vale do Rio Doce aumentou 4,5 vezes, devido à compra da Inco por US\$ 14 bilhões que foi concretizada no fim de 2006. Tal compra foi financiada por empréstimos-ponte com instituições financeiras, operações de pré-pagamento à exportação e emissão de debêntures no mercado local.

Em janeiro de 2006, a empresa emitiu um bônus de 10 anos, no valor de US\$ 1 bilhão, com juros de 6,25%aa e, no mesmo período, executou a recompra de US\$ 300 milhões de um bônus anteriormente emitido com vencimento em 2013 e que pagava juros de 9%aa, já implementando uma redução de custos.

Podemos concluir que a empresa obteve, sim, um benefício com a elevação do seu *rating* para grau de investimento, acessando linhas de créditos menos dispendiosas.

Em outubro de 2006, a empresa foi elevada ao *rating* BBB (um nível acima do grau de investimento) pela *Standard & Poor's*.

#### **4.3.1.4 Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.**

A Embraer tornou-se grau de investimento também na mudança de 2005 para 2006.

Melhores condições de financiamento se abrem após a Embraer ter obtido a classificação de risco “Investment Grade” de duas das maiores e mais conceituadas agências de classificação de risco do mundo, a *Moody's Investor Service*, em dezembro de 2005, e a *Standard & Poor's*, em janeiro de 2006. Sem dúvida, essa classificação de risco contribui para a redução do custo de capital e, portanto, para a criação de valor para o Acionista, no longo prazo. (Relatório Anual, 2005)

A empresa possui mais de 70% da sua dívida em moeda estrangeira. Analisando tanto a parte da dívida atrelada a taxas flutuantes como a taxas fixas não foi possível verificar uma redução no custo de captação no ano 2006 em relação ao ano de 2005. Pelo contrário, verificou-se uma elevação nas duas modalidades de captações: o *spread over treasury* passou de 1,52% em 2005 para 1,55% em 2006, enquanto o *spread over Libor* passou de 2,4% em 2005 para 2,7% em 2006.

#### **4.3.1.5 Petrobras – Petróleos Brasileiros S.A.**

A Petrobras, maior empresa brasileira, recebeu o grau de investimento pela *Moody's* em outubro de 2005, um pouco após a Vale também receber o grau de investimento.

Em 2006, a Petrobras apresentou manutenção do quadro de elevado grau de liquidez e melhora em seu custo de captação, associada ao grau de investimento atribuído pela agência de *rating Moody's Investor Services* em outubro de 2005 e pela agência *Standard & Poor's* em janeiro de 2007. Com base neste cenário, a Companhia desenvolveu estratégias de gerenciamento de passivos que incluíram o pré-pagamento de dívidas,

renegociações das condições contratadas e novas captações estratégicas.  
(Relatório Anual, 2006)

Em 2004, praticamente metade da dívida da empresa era atrelada a taxas fixas (49%) e metade a taxas flutuantes (51%). Após a elevação ao grau de investimento, a composição da dívida manteve-se praticamente a mesma.

Analisando a parte da dívida atrelada a taxas flutuantes percebe-se uma significativa redução no *spread over* Libor, que passou de 4,54% em 2004 para 3,68% em 2005 e 1,15% em 2006. Já na parcela atrelada a taxas fixas houve um ligeiro aumento no *spread over treasury* no ano de 2005 em relação a 2004, de 4,71% em 2004 para 4,84% em 2005, seguido de uma significativa redução em 2006 para 3,36%.

Podemos concluir que a empresa obteve, sim, um benefício com a elevação do seu *rating* para grau de investimento, acessando linhas de créditos menos dispendiosas. No entanto, comparada a outras empresas deste estudo, apesar da redução verificada nota-se que os custos de captação da empresa ainda são elevados para o seu porte.

#### **4.3.1.6 VCP – Votorantim Celulose e Papel S.A.**

Esta empresa é analisada apenas pela *Standard and Poor's* e foi elevada a grau de investimento em fevereiro de 2006.

Não houve muita alteração na composição da dívida do ano de 2005 para o ano de 2006. Também não foi verificada uma redução no custo de captação da empresa ao analisarmos tanto as captações em taxas fixas quanto em taxas flutuantes. Pelo contrário, verificou-se uma elevação nas duas modalidades de captações: o *spread over treasury* passou de 3,04% em 2005 para 3,07% em 2006, enquanto o *spread over* Libor passou de 1,7% em 2005 para 1,78% em 2006.

Não podemos dizer que são aumentos significativos, mas podemos notar que a empresa não conseguiu até o fim de 2006 usufruir do fato de ser grau de investimento para reestruturar a sua dívida e com isso diminuir as suas despesas financeiras.

Portanto, de uma forma geral houve redução no custo de captação de 4 das 6 empresas analisadas. A tabela a seguir apresenta um resumo das taxas de captações de cada uma das empresas analisadas.

TABELA 3

Taxa Média de Captação de Recursos Externos e Spreads			
	2004	2005	2006
<b>Ambev</b>			
Taxa Média Ponderada - taxa fixa	7,77	8,47	8,65
<i>Spread over Treasury</i>	3,55	4,07	3,94
<b>Aracruz</b>			
Taxa Média Ponderada - taxa flutuante	-	5,60	6,10
<i>Spread over Libor</i>	-	0,90	0,70
<b>CVRD</b>			
Taxa Média Ponderada - taxa fixa	7,47	7,76	6,82
<i>Spread over Treasury</i>	3,25	3,36	2,11
Taxa Média Ponderada - taxa flutuante	5,01	6,14	5,88
<i>Spread over Libor</i>	2,23	1,44	0,51
<b>Embraer</b>			
Taxa Média Ponderada - taxa fixa	-	5,91	6,25
<i>Spread over Treasury</i>	-	1,52	1,55
Taxa Média Ponderada - taxa flutuante	-	7,12	8,10
<i>Spread over Libor</i>	-	2,42	2,73
<b>Petrobras</b>			
Taxa Média Ponderada - taxa fixa	8,93	9,24	8,07
<i>Spread over Treasury</i>	4,71	4,84	3,36
Taxa Média Ponderada - taxa flutuante	7,32	8,38	6,52
<i>Spread over Libor</i>	4,54	3,68	1,15
<b>VCP</b>			
Taxa Média Ponderada - taxa fixa	-	7,43	7,77
<i>Spread over Treasury</i>	-	3,04	3,07
Taxa Média Ponderada - taxa flutuante	-	6,40	7,15
<i>Spread over Libor</i>	-	1,70	1,78

#### **4.3.1.7 As Empresas Mexicanas**

Como dito anteriormente, o México possui grau de investimento desde março de 2000. Para este estudo foram selecionadas nove companhias com grau de investimento conferidos ou pela *Moody's* ou pela *Standard & Poor's*: América Móvil (telefonia celular), Coca-Cola Femsa (engarrafadora de refrigerantes), Pemex (petróleo), Teléfonos de México (telefonia) e Televisa (TV), Grupo Bimbo (alimentos), Gruma (alimentos), Cemex (cimento) e Industrias Penoles (mineração).

#### **4.3.1.8 América Móvil**

A América Móvil é uma das maiores operadoras de telefonia móvel da América Latina, com operações em mais de 7 países da América. Tornou-se grau de investimento em junho de 2001 pela *Moody's* e em fevereiro de 2002

pela *Standard & Poor's*. Em seu relatório anual de 2002, a empresa comenta a elevação do seu *rating*:

Thus, inspite of its having consolidated new obligations, América Móvil credit ratings ended the year at better levels than those they had at the beginning: this reflected both the rating upgrades awarded to the Mexican sovereign and the rating agencies' taking comfort with the overall liquidity and creditworthiness of the company following the afore-mentioned acquisitions. All three ratings for external debt from the major credit rating agencies fall within the range of investment grade at the international level – two of them a notch higher than the Mexican's Government's – and for domestic debt issues all ratings are at the top of domestic ratings scale.

No período em que a houve a elevação do risco de crédito desta empresa, verificamos uma trajetória de redução da Libor principalmente em função do desaquecimento das economias globais após o atentado terrorista de 11 de setembro de 2001, ocorrido nos Estados Unidos.

Ainda assim, foi possível verificar a redução dos *spreads over* Libor, praticados pela América Móvil mesmo que marginalmente. Em 2001, esse *spread* era de 1,42% e passou em 2002 e 2003 para 1,35%. No que tange à taxa fixa, verificamos também uma redução no *spread over treasury* de 2,76% em 2001 para 0,71% em 2002.

Verificamos, portanto, que houve uma redução no custo médio ponderado de captação com terceiros desta companhia.

#### **4.3.1.9 Coca-Cola Femsa**

A Coca-Cola Femsa tornou-se grau de investimento em março de 2000 pelas duas maiores empresas de análise de crédito, *Standard & Poor's* e pela *Moody's*, no mesmo período em que o México tornou-se grau de investimento também.

Embora a empresa tenha recebido o grau de investimento quase que simultaneamente pelas duas empresas, não foi possível verificar nenhuma mudança no seu custo de captação. As captações em taxa fixa tiveram as taxas inalteradas ao longo de 3 anos e como, neste período, o título do tesouro americano livre de risco apresentou trajetória descendente, podemos dizer que o *spread over treasury* aumentou. O *spread over* Libor manteve-se inalterado. O único movimento verificado e que não depende da empresa foi o de redução da



taxa Libor já citado anteriormente, a partir de 2001 (em 31/12/2000 a taxa Libor foi de 6,20% aa enquanto em 31/12/2001 ela estava em 1,98%aa).

No site da *Moody's* verifica-se a seguinte nota:

MOODY'S RAISES SENIOR LONG-TERM RATINGS OF COCA-COLA FEMSA S.A. DE C.V. TO Baa3 The outlook for Coca-Cola Femsa's rating is stable. Ratings upgraded are: Senior unsecured debt rating to Baa3 from Ba1; Issuer rating to Baa3 from Ba1. As an anchor bottler, the company represents an important link in the Coca-Cola system. Moody's noted that KOF's rating is contingent upon Mexico maintaining its current economic stability and creditworthiness as reflected by its Baa3 long-term foreign currency ceiling.

#### **4.3.1.10 Televisa**

O grupo Televisa tornou-se grau de investimento pela *Moody's* em abril de 2000, logo após o México tornar-se grau de investimento. Pela *Standard & Poor's* a mudança de classificação só ocorreu em fevereiro de 2002.

No entanto, de 2001 para 2002 verificou-se uma significativa redução nos custos de captação dessa companhia. No que diz respeito à taxa fixa, em 2000, o *spread* praticado acima do título do tesouro americano livre de risco passou de 4,66% para 4,13% em 2001. Em termos de taxa flutuante, o *spread* diminuiu de 1,25% em 2000 para 0,60% em 2001, mostrando uma renegociação em algumas dívidas já assumidas pela companhia.

Podemos concluir que a empresa obteve, sim, um benefício com a elevação do seu *rating* para grau de investimento.

#### **4.3.1.11 Telmex – Telefones de México**

É a maior empresa de telefonia da região, atuando tanto no setor de telefonia fixa como móvel. Recebeu o grau de investimento em junho de 2000 pela *Moody's* e em fevereiro de 2002 pela *Standard & Poor's*.

Seu custo de captação apresentou uma boa redução nos anos de 2000, 2001 e 2002, passando de 6,57% aa em 2000 para 4,34%aa ao fim 2001, principalmente no que diz respeito aos empréstimos bancários.

#### **4.3.1.12 Pemex – Petróleos Mexicanos**

A Petróleos Mexicanos também em março de 2000 tornou-se *investment grade* pela agência *Moody's* e em fevereiro de 2002 pela *Standard & Poor's*.

Verificamos que, no que diz respeito às captações com taxas fixas, não houve mudanças nas taxas pactuadas, por serem bônus emitidos pela empresa. No entanto, como nesse período houve um aumento da taxa de juros livre de risco, percebemos que esta parcela da dívida tornou-se mais dispendiosa. Por outro lado, verificou-se uma redução no custo de captação com taxas flutuantes, havendo uma redução no *spread over* Libor de 1,6% em 2000 para 1,48% em 2001.

Dessa forma, podemos dizer que a empresa obteve, sim, benefício com a elevação do seu *rating* para grau de investimento, pois apesar de a parcela da dívida atrelada à taxa fixa não ter se alterado, houve uma redução nos *spreads* praticados pela empresa.

As empresas abaixo listadas são consideradas *Investment Grade* apenas pela agência de *rating Standard & Poor's*, não sendo analisadas pela *Moody's*.

#### **4.3.1.13 Gruma**

Empresa do ramo alimentício, é uma das maiores produtoras mundiais de tortilhas e farinha de milho. Atende principalmente ao mercado dos Estados Unidos e exporta para mais de 50 países no mundo. Tornou-se grau de investimento em junho de 2004.

GRUMA continued to improve its leverage and interest-coverage ratios throughout 2004. As a result of these and other efforts, two of the major rating agencies assigned GRUMA an investment-grade credit rating in 2004. In June Standard & Poor's Rating Services raised GRUMA's credit rating to BBB-, with a stable outlook, from BB+. In September Fitch Ratings assigned to GRUMA a rating of BBB- with a stable outlook. (Relatório Anual, 2004)

Ao analisar as captações com taxas fixas, verificou-se uma redução no *spread* praticado sobre os títulos livres de risco que passou de 3,45% em 2004 para 3,33% em 2005. Além disso, verificou-se também redução no custo de captação com taxas flutuantes: o *spread over* Libor passou de 1,63% em 2003 para 0,65% em 2004 e 0,45% em 2005.

A empresa, portanto, apresentou redução do custo de captação após a elevação da sua classificação de risco para grau de investimento.

#### **4.3.1.14 Grupo Bimbo**

Empresa também do ramo alimentício é uma das maiores produtoras de pães e produtos relacionados. Atua em mais de 14 países da América e da Europa. Tornou-se grau de investimento em fevereiro de 2002.

Não foi possível verificar nenhuma mudança nas taxas de captações dessa empresa. As informações são muito poucas e nos relatórios anuais as taxas se mostraram constantes nos anos de 2001, 2002 e 2003.

#### **4.3.1.15 Indústrias Peñoles**

Atua no ramo de mineração, sendo a maior empresa no mundo no segmento de prata refinada.

É grau de investimento desde fevereiro de 2002. Assim como o Grupo Bimbo, não faz uma divulgação muito clara das duas dívidas e, portanto, não foi possível verificar uma variação no custo de captação desta empresa.

#### **4.3.1.16 Cemex**

Empresa do setor de cimento, atende a diversos países em todos os continentes. Recebeu o grau de investimento em maio de 2000.

On May 26, 2000 S&P upgraded the local and foreign currency corporate credit and senior unsecured debt rating of CEMEX to BBB- from BB+ and assigned the company an mxAA corporate credit ratings on its Mexican CAVAL scale. (Relatório Anual, 2000)

A empresa apresentou uma redução significativa no custo de captação a taxas fixas, com o *spread over treasury* passando em 2000 de 2,22% para 0,94% em 2001. Ao contrário de todas as outras empresas analisadas, verificamos um aumento no custo de captação a taxas flutuantes. O *spread* passou de 1,18% em 2000 para 1,24% em 2001.