

No rumo das estrelas

Alexandre Teixeira

Como um grupo de elite de empresas brasileiras venceu o estigma do alto risco e hoje lidera o ranking do grau de investimento na América latina

As melhores companhias brasileiras passam no momento por um salto de qualidade sem precedentes em sua gestão financeira. Um levantamento feito por Época NEGÓCIOS nas listas de *ratings* (classificações de risco) da agência Moody's para a América Latina de abril de 2005 a abril de 2008 quantifica o avanço. O Brasil acelerou de zero a 26 empresas com grau de investimento em três anos, superando toda a concorrência regional - inclusive Chile e México, que estavam muito à frente. Nenhum outro país da área tem hoje tantas empresas com este atestado de bom pagador, que as qualifica como opções de investimento não especulativo. Em 2005, pelos dados da Moody's, a América Latina tinha 45 empresas com grau de investimento, das quais 23 mexicanas, 15 chilenas e nenhuma brasileira. De lá para cá, o México manteve o número, o Chile subiu a 17 e o Brasil chegou a 26. Foi, assim, o maior responsável pela expansão da região, que hoje tem 77 companhias com *investment grade* no mapa do investimento seguro. A conquista do grau de investimento passa pela estabilização da economia e pela aceleração do crescimento. Não por acaso, o risco soberano do Brasil (capacidade do país de honrar seus compromissos) foi elevado à mesma categoria em abril passado. Mas, do ponto de vista corporativo, a obtenção em massa do grau de investimento tem tudo a ver com o processo de internacionalização de empresas com sede no país. As multinacionais brasileiras têm boa presença nas listas das companhias com melhores notas das três principais agências classificadoras: Fitch, Moody's e Standard & Poor's. Os critérios usados - e, conseqüentemente, as companhias relacionadas - por cada agência são diferentes. Mas grupos mais internacionalizados, como AmBev, Embraer, Gerdau ou Vale, são figurinhas fáceis na elite do *rating*. Com boa parte de sua receita vinda de fora do Brasil, eles implicam menor risco para o investidor.

O mais interessante é que o processo se retroalimenta. Ao atingir o *investment grade*, as empresas ganham acesso a crédito mais barato e aportes de capital, o que facilita aquisições no exterior. Investidores institucionais, como fundos de pensão, se apoiam na análise das agências de *rating* para tomar decisões de investimento. Alguns deles só investem em ativos *investment grade* - companhias com nota mínima BBB-, pelo sistema da Standard & Poor's e da Fitch, ou Baa3, na Moody's. Uma vez aceitas nesse clube de bons de crédito, elas podem vender ações, debêntures e outros títulos para investidores mais conservadores. Investimentos em empresas abaixo desse nível são considerados especulativos. Para atraí-los, é preciso oferecer um retorno mais alto.

Quando o economista Antoine van Agtmael cunhou o termo mercados emergentes, em meados dos anos 80, os países em desenvolvimento (e suas empresas) eram sinônimos de investimento de alto risco. Não era preciso analisar listas de *ratings* para saber que América Latina e Ásia estavam fora da rota do capital não especulativo. Decorridas pouco mais de duas décadas, a crise do *subprime* virou o mundo de cabeça para baixo. Os mercados emergentes hoje são vistos como portos relativamente seguros para investidores preocupados com a solvência das empresas e dos bancos da Europa e dos Estados Unidos. Classificações das agências de risco tornaram-se instrumentos vitais para separar o joio do trigo. Um exemplo entre muitos: em maio de 2007, a Fitch elevou de uma só vez dez bancos brasileiros a grau de investimento. Desde então, todos os primeiros do ranking nacional estão na lista, menos a Caixa Econômica Federal.

AS EMPRESAS ENCORPARAM

De acordo com Octavio de Barros, diretor de Pesquisas Macroeconômicas do Bradesco, a caminhada até o *investment grade* foi um processo de 15 anos de política econômica "decente". Neste período, o Brasil e suas empresas foram melhorando cumulativamente. Até que, nos últimos três anos, as companhias brasileiras encorporaram - ao mesmo tempo em que

o país ganhou novo status internacional. A soma desses dois movimentos resultou em um amadurecimento empresarial inédito. "Os indicadores melhoraram. Não só o volume da dívida, mas também seu perfil, que se alongou bastante desde 2002", afirma Milena Zaniboni, diretora da Standard & Poor's no Brasil. Atingiu-se o chamado padrão mundial. "As empresas melhoraram muito no Brasil", diz Barros. "As de médio e grande porte dão de goleada em seus pares de países emergentes." São mais eficientes e flexíveis. Afinal, passaram anos enfrentando crises e planos econômicos. "As empresas são o grande ativo do Brasil. Seria antinatural que se ativessem ao país."

Vista por este ângulo, a globalização é, de fato, causa e efeito das boas notas na análise de crédito. "Uma Odebrecht, que atua em 30 países, uma Perdigão ou uma Embraco são empresas que conseguem mitigar riscos conjunturais e de câmbio. Isso ajuda na análise de *rating*", afirma Barros. Se, por exemplo, a Aracruz exporta 90% de sua produção de celulose, é natural que ela seja menos sujeita à situação da economia local. Quanto maior o número de mercados onde uma empresa atua, maior a diversificação do risco. Afinal, as economias não se movem todas no mesmo ritmo. Quanto menor o risco, melhor o *rating*. E quanto melhor o *rating*, melhores as condições de financiamento. Dentro e fora do país. Por isso, se é verdade que a internacionalização das empresas brasileiras precede a existência de acesso a capital mais barato, também é fato que ela só deslançou quando o custo desse capital deixou de ser problema.

A trajetória até o *investment grade* costuma ser mais rápida para empresas com histórico de boas pagadoras. Passar de insolvente a grau de investimento é uma experiência que raros grupos enfrentam com sucesso. De acordo com a Standard & Poor's, das 174 empresas avaliadas por ela que entraram em *default* em 2002, só três conseguiram o *investment grade* até hoje: a brasileira Globo Comunicação e Participações, controladora da Editora Globo, que edita Época NEGÓCIOS; a indiana Ispat International, pertencente à Arcelor Mittal; e o Grupo Minero México.

Das três empresas que saíram da moratória e atingiram o estágio de "investimento não especulativo", segundo Milena somente a Globo chegou lá por méritos 100% próprios. A Ispat, que reunia as siderúrgicas da Mittal fora da Índia, conquistou o *investment grade* em 2005, depois de incorporar a holding da família controladora. Para a Minero México, pesou uma mudança na forma como a S&P analisa o grupo, dando mais peso às subsidiárias, de forma desagregada. "Para a Globo, o principal fator foi a mudança no perfil de endividamento", diz Milena. Em 2002, sua dívida total atingia US\$ 2 bilhões e havia apenas US\$ 67 milhões em caixa. Ao final do ano passado, o passivo havia caído para US\$ 738 milhões, com US\$ 978 milhões disponíveis em caixa. Ou seja, o grupo voltou a ter mais caixa do que dívida. No dia 12 de agosto, a S&P elevou sua nota de BB+ para BBB-, a primeira na escala considerada grau de investimento. Um mês depois, foi a vez da Fitch Ratings atribuir o grau de investimento ao grupo. "Os *ratings* atribuídos à Globo se baseiam na forte posição de seus negócios e no sólido perfil financeiro da empresa", afirmou a agência, no comunicado distribuído à imprensa. "Como fatores de risco, a Fitch considerou a correlação entre os negócios da empresa e a economia brasileira; o acirramento da concorrência; e o risco regulatório moderado."

As três companhias que passaram da insolvência ao grau de investimento estão em mercados emergentes, e duas delas se beneficiaram da onda de alta das commodities. A siderúrgica Ispat hoje opera principalmente na Índia e emprega 3,3 mil pessoas. Faturou US\$ 1,85 bilhão no ano fiscal encerrado em março de 2007, um aumento de 50% sobre o resultado de 2006. Nesse período, reduziu o prejuízo de US\$ 180,4 milhões para US\$ 2,3 milhões. Em parte, o avanço se deve ao aumento do preço do aço 137% entre 2002 e 2007, se considerado o valor da bobina laminada a quente.

Por sua vez, o Grupo Minero México atua nas áreas de mineração e transporte principalmente no México, nos Estados Unidos e no Peru, empregando 18.930 pessoas. O conglomerado fatura US\$ 6,3 bilhões por ano e possui duas minas de cobre a céu aberto no México, além de

plantas subterrâneas de chumbo, zinco e concentrados de cobre, uma mina de carvão, uma planta de coque (um dos insumos para a fabricação de aço) e refinarias. Os bons resultados nos últimos anos devem-se à forte demanda mundial por metais, especialmente cobre (que representa 65% de suas vendas) e zinco. A libra do cobre, que custava US\$ 0,81 em 2003, fechou o ano passado cotada a US\$ 3,2. Desde o ano passado, a divisão de mineração do grupo está sendo ampliada e modernizada. A empresa, que teve prejuízo de US\$ 75 milhões em 2003, fechou 2007 com lucro de US\$ 1,6 bilhão.

VOLATILIDADE E CRISE

No caso da Globo, a recuperação tem como pano de fundo um mercado publicitário favorável nos últimos anos, depois da queda forte de 2002. Os investimentos em publicidade cresceram ao ritmo anual de 7% nos três anos encerrados em 2007. No primeiro semestre, aceleraram para 15%, ante o mesmo período do ano passado. Desde a moratória, porém, a Globo adotou uma estratégia financeira muito conservadora. Usou o aumento da receita - e a conseqüente geração de caixa adicional - para reduzir suas dívidas, quando poderia ter feito aquisições ou distribuído mais dividendos. "Isso lhe permite ser *investment grade* apesar de pertencer a um setor volátil da economia", diz Milena.

Volatilidade foi a razão da crise da companhia, iniciada há dez anos. Para a Globo, o final da década de 90 foi um período de maciços investimentos lastreados em dívida. Investimentos em novas plataformas de distribuição, como cabo e satélite. E em novos negócios, como canais de TV por assinatura. As projeções sugeriam um período de maturação relativamente curto. E o cenário macroeconômico oferecia moeda estável, câmbio baixo, na proporção de um real para um dólar, excesso de liquidez no mercado e bancos com dinheiro disponível a custos razoáveis. Mas quase nada saiu como previsto. A velocidade de crescimento da TV por assinatura ficou muito aquém das projeções dos bancos, das consultorias e da própria Anatel. Os juros começaram a subir. Boa parte da dívida era em dólar e, com a desvalorização do real a partir de 1999, ficou cada vez mais cara. A crise cambial veio acompanhada de um início de recessão. Assim, a dívida em reais disparou, ao mesmo tempo em que a economia desaquecia. "No segundo semestre de 2002, a situação ficou impossível", afirma o executivo Jorge Nóbrega, diretor de Gestão Corporativa da Globo. Os credores foram convocados e abriram-se então as negociações para refinanciamento, que se estenderiam por três anos. De imediato, foram tomadas duas decisões fundamentais para a preservação dos negócios durante a crise. Primeira: formar um time para negociar a dívida, totalmente separado das equipes que tocavam o dia-a-dia das companhias do grupo. "Como tínhamos a convicção de que nossas empresas são muito boas e os times de gestores são muito bons, decidimos separá-los do grupo de reestruturação", afirma Roberto Irineu Marinho, presidente das Organizações Globo. "Manter as equipes separadas garantiu que as pessoas ficassem focadas em melhorar a eficiência das empresas, sem perder tempo com a reestruturação." A segunda decisão foi deixar claro que o negócio não estava à venda e interferências dos credores na gestão das empresas do grupo não seriam aceitas. "O credor não sabe gerenciar companhias de mídia. Isso colocaria em risco os negócios que pagariam a dívida", diz Nóbrega. A preservação do grupo e de sua cultura naquele momento de vulnerabilidade financeira foi objeto de conversas marcantes no núcleo da família Marinho. "Em primeiro lugar, as empresas deveriam continuar agindo dentro dos nossos valores", diz Roberto Irineu. Eles vão da diversidade no ambiente de trabalho ao compromisso com a busca pela qualidade e pela inovação. "Além disso, decidimos lutar para não ceder capital da empresa aos credores." Seus irmãos João e José Roberto passaram o controle total das Organizações a Roberto Irineu durante a reestruturação, de modo a lhe dar autonomia total nas mesas de negociação. Uma decisão estratégica foi focar nos negócios em que a Globo faz a diferença e desinvestir em outros. "Somos produtores e programadores de conteúdo. É isso que a gente sabe *fazer*", diz Nóbrega. Dos negócios de distribuição, como cabo e satélite, a Globo não queria sair, por considerar importante o contato com o cliente final. Mas se dispôs a vender boa parte dessas participações para equacionar a dívida. Cerca de US\$ 270 milhões foram obtidos com a venda de uma fatia da Net para a Telmex, do empresário mexicano Carlos Slim. A venda do controle da Sky para a News Corp, de Rupert Murdoch, rendeu apenas

US\$50 milhões, mas, graças à operação, a Globo se liberou de uma garantia de US\$ 200 milhões que pesava sobre seu balanço.

A negociação de maior impacto e, de certa maneira, mais surpreendente, foi a venda da participação na Net para a Telmex, na virada de 2004 para 2005. "Numa reunião com os mexicanos que tinham vindo ao Brasil fechar a compra da Embratel, dissemos o seguinte: A Embratel tem toda a distribuição de longa distância, mas ela não chega na casa de ninguém. A Net chega na casa de todo mundo, mas não tem a distribuição de longa distância. É o casamento perfeito", lembra Nóbrega. "Quando eles ouviram isso, resolveram ficar. Trabalhamos numa sexta-feira e sábado inteiros, tentando elucubrar como isso poderia ser feito. Eles ficaram empolgadíssimos. Fomos todos para Nova York no domingo e, em uma semana, fechamos essa transação."

Em julho de 2005, a Globo assinou o acordo com os credores. Foi mantido o compromisso de pagar as dívidas integralmente, mas com redução de juros e alongamento do prazo. Os acionistas tomaram, então, a terceira decisão determinante para a virada. "Durante a reestruturação, os credores nos impuseram restrições duras a pontos como novos investimentos e distribuição de dividendos", diz Roberto Irineu. "O que fizemos foi manter essas regras, porque com elas nossas empresas se tornaram melhores." Isso fez com que o grupo se recuperasse ainda mais rapidamente. Em 2006, a Globo captou US\$ 325 milhões no exterior com a emissão de bônus perpétuos. Esses títulos não têm data de vencimento. A empresa paga quando for mais confortável para ela. Outra emissão foi feita em 2007, na forma de bônus com vencimento em 2022, no valor de US\$ 200 milhões.

O RISCO DOS EMERGENTES

A pergunta que se faz no momento é: como a crise de crédito global vai afetar as empresas de países emergentes recém-chegadas ao grau de investimento e aquelas que estão na luta para alcançá-lo? Um estudo feito em julho pela Coface, maior seguradora mundial de riscos comerciais, mostra que a resposta vai variar muito de país para país. "Embora os Bric (Brasil, Rússia, Índia e China) ainda estejam resistindo bem à crise, existe um risco de crédito crescente nos países do Báltico, na África do Sul e no Vietnã, todos eles limitados por contas externas insustentáveis e desaquecimento econômico", afirma o relatório resultante da pesquisa. Os ratings soberanos da África do Sul e do Vietnã foram colocados sob observação para possível rebaixamento. Os da Letônia e da Estônia já foram reduzidos.

Pelo menos entre os Bric, a crise internacional de crédito tem oferecido mais oportunidades do que risco às empresas de ponta. Em especial às da Índia. Uma pesquisa divulgada em agosto pela KPMG revela que companhias indianas seguem abocanhando firmas estrangeiras com notável apetite, apesar da turbulência. Em março, a Tata Motors adquiriu dois ícones britânicos, a Jaguar e a Land Rover, que pertenciam à Ford, por US\$ 2,3 bilhões. Um sem-número de negócios menores, com valor médio de US\$ 50 milhões, foi fechado sem o mesmo estardalhaço. Exemplos: o magnata das bebidas Vijay Mallya arrematou a destilaria escocesa Whyte & Mackay, e a firma financeira Religare Enterprises, de Délhi, assumiu o controle da Hichens, Harrison & Co, a mais antiga corretora de ações de Londres. No ritmo atual, as aquisições protagonizadas por empresas da Índia no exterior vão superar em breve as compras de grupos indianos por estrangeiros.

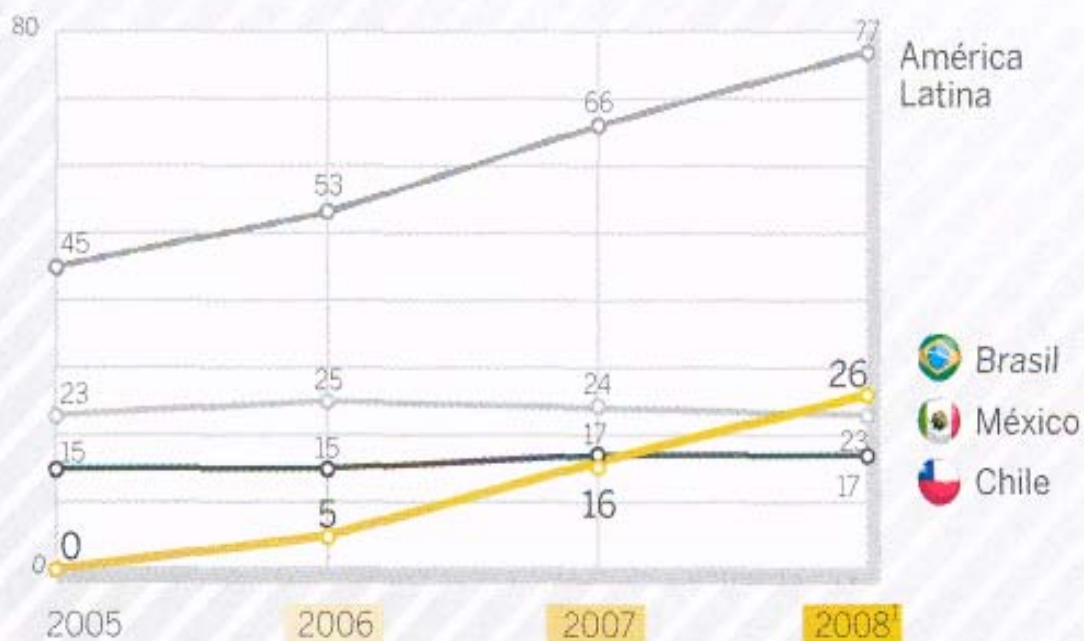
Do início de 2003 até o primeiro semestre deste ano, 322 negócios foram fechados por compradores indianos no resto do mundo, ao passo que 340 companhias locais foram adquiridas por grupos de fora do país. No total, a KPMG contabilizou, no primeiro semestre, 90 compras de empresas em países desenvolvidos feitas por grupos de mercados emergentes. Isso, sem contar a aquisição da cervejaria americana Anheuser-Busch pela InBev, que tem sede na Bélgica, mas é comandada por brasileiros. Nem a compra, fechada em setembro, de 6,4% do *New York Times* pelo empresário mexicano Carlos Slim, que se tornou o terceiro maior acionista do jornal. Financeiramente sólidas e relativamente descoladas da crise, com suas aquisições favorecidas pelo barateamento de empresas americanas

em dificuldades, as melhores empresas emergentes já estão sendo chamadas de "as novas *blue chips*". É assim que a consultoria Booz Allen se refere às "companhias de mercados em desenvolvimento como Brasil, Rússia, Índia e China, que podem competir no mesmo nível em fusões e aquisições com corporações maiores e mais poderosas no Ocidente". Em 1990, apenas 19 companhias de países em desenvolvimento apareciam na lista das 500 maiores empresas do mundo da revista *Fortune*. No ranking mais recente, publicado em julho, eram 78, sendo cinco brasileiras: Petrobras, Bradesco, Vale, Itaú-sa e Banco do Brasil. Todas do clube do *investment grade*.



EMPRESAS COM GRAU DE INVESTIMENTO

Brasil passou da lanterna ao topo do ranking latino-americano



(1) Dados até abril

FONTE: LEVANTAMENTO DE ÉPOCA NEGÓCIOS COM DADOS DA MOODY'S

TEIXEIRA, Alexandre. No rumo das estrelas. **Época Negócios**, São Paulo, a. 2, n. 20, p. 56-63, out. 2008

A utilização deste