

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Classificação de Risco: Caso Petrobras

Lucas Borges Ribas

Nº de matrícula: 0313002

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Tutor: João Manoel Pinho de Mello

Dezembro de 2007

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Classificação de Risco: Caso Petrobras

Lucas Borges Ribas

Nº de matrícula: 0313002

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Tutor: João Manoel Pinho de Mello

Dezembro de 2007

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do
Autor”.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais Luís Borges Ribas e Leticia Borges Ribas pois sem o apoio deles seria impossível a realização dos meus sonhos. Aos meus irmãos Luís Felipe Borges Ribas e Luisa Borges Ribas e aos meus avós que sempre estiveram do meu lado. Agradeço ao meu amigo Téo de Almeida Bastos e a sua família por me acolher diversas vezes em sua casa.

RESUMO

O que leva as agências classificadoras de risco a qualificar uma empresa com participação majoritária do governo melhor do que o próprio governo? Essa é a questão que deu origem ao presente trabalho.

Ao longo dele são analisadas e discutidas os métodos de classificação de risco de duas agências, A *Moody's* e a *Standard and Poor's*, usados na classificação da Petrobras. Também foi feita uma reprodução dos principais indicadores responsáveis pela nota final que as empresas recebem, assim como, uma comparação global da Petrobras com as empresas pares.

ÍNDICE

1. Introdução	8
2. A Metodologia Moody's	9
2.1. Metodologia para Empresas de Óleo e Gás	9
2.2. GRI e JDA	14
2.3. Tabela de Classificação	16
3. A Metodologia Standard and Poor's	17
3.1. Metodologia Geral de Classificação de Risco para Empresas	18
3.2. Principais Indicadores Utilizados pela Standard and Poor's	18
4. Classificação de Risco para Países	26
4.1. Metodologia Geral para Risco Soberano	26
4.2. Teto Soberano para Emissões em Moeda Estrangeira	28
5. Análise Comparativa	31
5.1. Índices de Comparação	31
5.1.2. Evolução dos Indicadores Petrobras	35
5.1.3. Comparação com Empresas Pares	31
5.2. Títulos Petrobras Vs. Títulos do Mercado	38
6. O Caso Petrobras	41
6.1. Visão Moody's do Risco Petrobras	41
6.2. Visão Standard and Poor's do Risco Petrobras	42
6.3. Importância da PFICO	42
7. Conclusão	43
8. Bibliografia	44

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2.1 – Mapeamento das Características de Reservas e Produção usada pela *Moody's*.

Tabela 2.2 – Mapeamento do Risco de Reinvestimento usada pela *Moody's*.

Tabela 2.3 – Mapeamento da Eficiência Operacional e de Capital usada pela *Moody's*.

Tabela 2.4 – Mapeamento do *Downstream Rating Factors* usada pela *Moody's*.

Tabela 2.5 – Mapeamento das Métricas Financeiras usada pela *Moody's*.

Tabela 2.6 – Mapeamento do Risco de Diversificação Geográfico e Geológico usado pela *Moody's*.

Tabela 2.7 – Resumo das Ponderações dos Fatores de Risco usado pela *Moody's*.

Tabela 2.8 – Qualidade de Risco *Moody's*.

Tabela 3.1 – Indicadores da *S&P*.

Tabela 4.1 – Determinação do Teto Soberano pela *Moody's*.

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 5.1 – Evolução dos Indicadores Petrobras.

Gráfico 5.2 – Comparação dos Indicadores da Petrobras com as Empresas Pares.

Gráfico 5.3 – Comparação do Yield Petrobras com o Yield Brasileiro.

Gráfico 5.3 – Comparação do Yield Petrobras com o Yield Americano.

1. Introdução

A maneira como as empresas são classificadas tem sido um tema bastante questionado, principalmente após a crise do mercado imobiliário americano. No entanto, ao avaliar a classificação de crédito as agências de risco fazem uma abordagem comparativa e de abrangência global da probabilidade futura de *default*, focando em fundamentos de médio e longo prazos como o nível de endividamento em moeda estrangeira, indicadores de eficiência administrativa e histórico de *default*. Nessa perspectiva, o presente trabalho tem como objetivo esclarecer a metodologia de avaliação do risco dos emissores privados com um exemplo concreto, a Petrobras.

A Petrobrás é a maior companhia brasileira de energia. Em virtude de sua grande importância estratégica o principal acionista é o Governo Federal, possuindo 55,7% do total das ações. Desde 2005 ela pertence ao seleto grupo de empresas com baixo risco de *default*, ou *Investment Grade*. Porém, o que levou a Petrobras a ser classificada como *Investment Grade*? Segundo, como uma empresa de capital misto pode obter o grau de investimento sendo ela pertencente a um país que não o tem? Essas perguntas motivaram a pesquisa do presente trabalho, que no primeiro momento visa a esclarecer e a apresentar o método de classificação de risco de duas empresas diferentes, a *Moody's* e a *Standard and Poor's*.

Posteriormente, é feito um estudo do método de classificação de crédito soberano. Como o objeto do trabalho é uma empresa, a apresentação da classificação de risco soberano visa a explicar os seus impactos no *rating* das empresas residentes no país.

Dessa forma, o penúltimo capítulo reproduz os principais indicadores utilizados pela *Moody's* e pela *S&P*. Nele é explicado a importância de cada indicador e feita uma comparação da evolução da Petrobras e outra comparação com as empresas consideradas mais importantes no setor de Óleo e Gás. Além de comparar os *Yields* dos títulos mais líquidos da Petrobras, do Brasil e o título considerado livre de risco (o título americano com vencimento em 10 anos).

Por último é apresentada a visão das empresas classificadoras de risco para Petrobras e a importância da *Petrobras International Finance* (PFICO). A PFICO é a subsidiária responsável pelas emissões de títulos da Petrobras no mercado americano e o principal meio de comércio exterior.

2. A Metodologia *Moody's*

Este capítulo pretende fazer rápida introdução às principais metodologias usadas pela *Moody's* para mensurar o risco de crédito de uma empresa como a Petrobras. Primeiramente a análise foca a metodologia geral de classificação do setor. Assim, a seção 2.1 serve como introdução ao assunto. A seção 2.2 discute as diferenças entre empresas privadas e aquelas com participação governamental. Finalmente, a seção 2.3 faz breve explicação da metodologia JDA (*Joint Default Analysis*) que possibilitou a inclusão da Petrobras no grupo das empresas *Investment Grades*.

2.1. Metodologia para Empresas de Óleo e Gás

Essa metodologia não é um tratamento exaustivo de todos os fatores da análise de risco de crédito. Apenas oferece uma primeira orientação ao leitor interessado em conhecer melhor o tema. Trata-se da apresentação de conceitos-chaves e alguns indicadores usados na análise de crédito que a *Moody's* faz para o setor de O&G (óleo e gás) no geral.

A análise consiste em examinar seis principais áreas de risco, englobando 16 empresas classificadas como pertencentes ao setor. Tais empresas possuem negócios de exploração e produção assim como refino e venda como atividades principais, podendo também exercer funções de transporte e tubulação.

O objetivo da seção é analisar os conceitos de risco do setor e simultaneamente fazer comparações entre as empresas pares. A análise de cada área depende individualmente de quatro características: Identificação dos fatores-chaves dos *ratings*, mensuração desses fatores, mapeamento das categorias de risco e aplicação comparativa a cada empresa.

Fator 1: Reserva e Produção

Reserva e produção é a fonte primária de recursos e a que mais gera retorno no setor. A quantidade de reserva determina a exposição da firma em relação a variações no preço da *commodity*. A melhor visão do tamanho de uma empresa de O&G é revelada através de suas reservas. Por isso é considerada como fator determinante na avaliação. A análise se baseia na quantidade e na qualidade do petróleo (valor econômico) assim como no custo-retorno de exploração (fluxo de caixa esperado).

Contam como fatores positivos de risco, o que aumentaria o *rating* da firma, grandes e estáveis reservas, produção estável e crescente e novas descobertas. A forma de mensuração divide-se em total de reservas provadas, total produzido e vida útil de cada reserva.

O tamanho e a diversificação geográfica das reservas são fundamentais, pois reduzem o risco de exposição da empresa. Assim quanto maiores e mais diversificadas forem as reservas da firma menor é o seu risco.

As reservas provadas são novas reservas ainda inexploradas. Elas representam o estoque futuro que servirá como garantia de continuidade da empresa. Pode-se dividi-la em duas categorias: reservas provadas desenvolvidas e em desenvolvimento. A diferença é que a primeira diz respeito às reservas em que já foram feitos os investimentos necessários ao processo de exploração e a segunda é somente uma descoberta e por isso tem um risco de incerteza quanto à exploração maior. Geralmente as reservas provadas desenvolvidas correspondem a 70% do total em reservas.

Para facilitar a comparação foi criado um índice para a vida útil das reservas (RLI). O RLI mede a durabilidade de uma empresa baseada em suas reservas, ou melhor, ele mede quanto tempo a empresa consegue sobreviver sem novas descoberta.

Tabela 2.1:

Mapeamento: Características de Reserva e Produção							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
Total de Reservas Provadas (bi boe)	> 10	5 –10	5 –10	5 –10	5 –10	5 –10	5 –10
Produção Total (mi boe p.a.)	> 1000	400 –1000	200 –400	100 –200	50 –100	5 –10	5 –10
Vida Útil das Reservas Provadas (anos)	> 12	10 –12	8 –10	6 –8	4 –6	2 –4	0 –2

Fator 2: Risco de Re-investimento

Como dito acima, o bem mais importante de uma empresa de O&G é a sua reserva. O risco de re-investimento mede a consistência e a frequência em que as reservas são trocadas. A unidade de medida é a F&D (*finding and development*). Uma empresa que sempre busca novas reservas e desenvolve novos mecanismos de exploração tem mais chance de sobreviver a longos períodos e aumenta a sua competitividade futura.

Os fatores que favorecem positivamente a análise de crédito são: reservas consistentes em excesso, índices de F&D abaixo da média de mercado, histórico positivo de execução nas trocas de reservas e novas aquisições.

Dada a importância vital das reservas para as empresas do setor, o mínimo requerido de reposição é de 100% em 3 anos. Esse é um dos dois critérios de mensuração juntamente com o custo de F&D em dólares por BOE (Barril de Óleo ou Equivalente).

Tabela 2.2:

Mapeamento: Risco de Reinvestimento							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
Reposição das Reservas em 3 anos	> 150%	130% – 150%	110% – 130%	100% – 110%	80% – 100%	60% – 80%	< 60%
Custos de F&D em 3 anos	> \$5	\$5 – \$6	\$6 – \$7	\$7 – \$10	\$10 – \$12	\$12 – \$15	> \$15

Fator 3: Eficiência Operacional e de Capital

A eficiência operacional e de capital é um importante indicador tanto para o gestor das empresas quanto para os investidores. Nenhuma firma é capaz de controlar o preço do petróleo por si só. Para atingir retornos que permitam a firma ser competitiva, ela deve controlar tanto os custos operacionais quanto os de caixa ao mesmo tempo que faz investimentos.

O método de análise mapeia o risco operacional e de caixa em dois indicadores: ROCE (*return on capital employed*) e LFCR (*Leverage Full-Cycle Ratio*). Eles são feitos baseados no balanço da empresa consolidada antes dos impostos. O primeiro é o EBIT (lucro antes dos juros e taxas) dividido pelo capital total empregado. A diferença entre o ROCE tradicional e o feito pela *Moody's* é que este inclui débitos com fundos de pensão e leasing operacional, além de ele ser uma média de três anos. O LFCR representa a margem operacional do caixa e é calculado dividindo a margem de caixa por BOE (receita com produção, menos despesa com a produção incluindo juros gastos) pelo custo de F&D. Ou seja, é quanto a empresa recebe para cada dólar gasto com a produção de um barril de óleo.

Tabela 2.3:

Mapeamento: Eficiência Operacional e de Capital							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
ROCE*	> 18%	16% – 18%	14% – 16%	12% – 4%	10% – 12%	7% – 10%	> 7%
LFCR	> 2x	1.5x – 2x	1.25x – 1.5x	1x – 1.25x	0.5x – 1x	0.25x – 0.5x	< 0.25

Fator 4: Downstream Rating Factors

É aquele que oferece o maior risco, pois se encontra na parte mais baixa da cadeia de produção e é totalmente dependente das outras etapas. É composto de atividades de refino e distribuição assim como a própria venda do produto final.

Os critérios de mensuração são três: capacidade de refino, número de refinarias e o capital empregado no segmento (ROCE). O número de refinarias contabilizado é somente para aquelas com capacidade acima de 100,000 bpd, porém a empresa não precisa ser dona majoritária. O ROCE do segmento mede a habilidade de a empresa gerar níveis consistentes de lucro, dando um *insight* da eficiência operacional no segmento, porém ele é difícil de mensurar, porque muitas empresas não segmentam o balanço anual informado a SEC (*security exchange commission* – órgão americano que regula as empresas de capital aberto com ações na bolsa).

Tabela 2.4:

Mapeamento: <i>Downstream Rating Factors</i>							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
Capacidade de Refino (000' bpd)	> 3.000	2.000 – 3.000	1.000 – 2.000	500 – 1.000	250 – 500	50 – 250	< 50
Número de Refinarias	> 15	9 – 15	6 – 8	3 – 5	2	1	0
ROCE Segmentado*	> 25%	20% – 25%	15% – 20%	12% – 15%	7% – 12%	5% – 7%	> 7%

* Downstream EBIT / Average Daonstream Capital Employed (3-year average)

Fator 5: Métricas Financeiras

Os índices financeiros são medidas que refletem a flexibilidade da dívida apresentada no balanço. O foco da análise é revisar a habilidade da empresa em gerar caixa para o pagamento da dívida, assim como medir o conservadorismo da estrutura de capital da empresa.

São usados quatro indicadores financeiros na análise da dívida: fluxo de caixa retido sobre dívida líquida, EBIT sobre despesas com juros, dívida bruta sobre reservas e dívida bruta sobre capital total.

O primeiro indicador mostra a habilidade da empresa em repagar a dívida em situação normal de funcionamento. O segundo, a probabilidade de default, pois revela a posição da empresa em relação aos pagamentos de juros, i.e., quanto de sua receita, está sendo gasta com juros. O terceiro indicador evidencia o quanto da reserva está comprometido com a dívida, medido em termos de dólares por BOE. Por último, a

dívida bruta sobre capital total é uma medida de comparação da estrutura de capital das empresas do setor e também fonte de informação de políticas empresariais e tolerância para dívida.

Tabela 2.5:

Mapeamento: Métricas Financeiras							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
Caixa Retido / Dívida Líquida	> 50%	40% – 50%	30% – 40%	20% – 30%	10% – 20%	5% – 10%	< 5%
EBIT / Juros	> 20x	15x – 20x	8x – 15x	3x – 8x	2x – 3x	1x – 2x	< 1x
	<						>
Dívida Bruta / Reservas	\$2,50	\$2,50 – \$3,50	\$3,50 – \$4,50	\$4,50 – \$5,50	\$5,50 – \$6,50	\$6,50 – \$9,50	\$9,50
Dívida Bruta / Capital Total	> 30%	30% – 35%	35% – 45%	45% – 55%	55% – 65%	65% – 75%	> 75%

Fator 6: Risco de Diversificação Geográfica e Geopolítico

A diversificação geográfica é fundamental para reduzir o risco do setor. Dados os altos interesses e a importância estratégica da *commodity*, diversificar o negócio minimiza a chance de um país fazer um *take over* de toda a empresa. Conta positivamente na análise a distribuição balanceada do portfólio, concessões transparentes de exploração e o histórico sem registro de paralisação da produção.

Tabela 2.6:

Mapeamento: Risco de Diversificação Geográfica e Geológica							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
Diversificação Geográfica e Geopolítica		Alta		Média		Baixa	

Considerações Finais:

Esta seção discutiu brevemente como a *Moody's* classifica as empresas Integradas de Óleo e Gás. A análise foi feita para um grupo de 16 empresas consideradas as maiores do setor onde a Petrobras está inclusa. O quadro abaixo mostra a ponderação entre os seis fatores de risco discutidos acima.

Tabela 2.7:

Fatores de Risco	Pesos
Características de Reserva e Produção	25%
Risco em Reinvestimento	10%
Eficiência Operacional e de Capital	10%
<i>Downstream Rating Factors</i>	15%
Métricas Financeiras	30%
Risco de Diversificação Geográfico/Geopolítico	10%
Total	100%

2.2. GRI e JDA

Em fevereiro de 2005 a *Moody's* anunciou que faria mudanças na maneira de avaliar o risco das empresas GRI (*Government-Related Issuers*). Tais mudanças foram chamadas de JDA (*Joint Default Analysis*) e é esse o foco desta seção.

Formalmente o JDA incorpora o seguinte princípio: O risco de dois emissores - a empresa e o governo - não cumprirem seus pagamentos ao mesmo tempo deve ser pelo menos menor do que o risco individual *default* do emissor mais forte. A metodologia JDA representa uma elaborada sistematização da visão da *Moody's* para emissores ligados total ou parcialmente a governos. Ela divide-se em quatro partes: a) o risco da GRI sozinha; b) *rating* do governo acionista da GRI; c) uma estimativa de correlação entre o *default* das duas entidades conjuntamente; d) o grau de suporte do governo acionista à empresa GRI.

Caracteriza-se como GRI uma empresa emissora de títulos públicos que tem como principal acionista o Governo Local. As GRI não possuem poder de taxaço, portanto excluem-se os subgovernos da categoria. A avaliação básica do risco de uma GRI é a probabilidade de o emissor precisar de ajuda do governo local. Geralmente as empresas GRI atuam em setores da economia onde não é possível sobreviver sem ajuda governamental, assim fica muito difícil separar esse tipo de benefício de ajudas externas.

O *rating* do governo acionista será discutido futuramente na análise de crédito para títulos soberanos. No momento, será enfatizada a correlação do *default* entre a GRI e o governo local, além de o nível de suporte que o governo local oferece à GRI.

A correlação do *default* é a probabilidade de a empresa GRI não honrar suas dívidas no caso de o governo local também não honrar as suas. O grau máximo de correlação acontece quando a empresa se torna tão importante para o governo que esse

passa a ser dependente dela. Nesse caso o risco de default conjunto é o risco de default soberano. O grau mínimo é dado quando a empresa e o país operam independentemente e a probabilidade de default conjunto é a mesma da GRI separada. Para níveis intermediários usa-se a seguinte equação:

$P(L \cap H) = W * P(H) + (1-W) * P(L) * P(H)$; onde “W” é o fator de dependência que pode variar de 0 a 1.

O grau de suporte é a probabilidade de o governo ajudar financeiramente a GRI em um momento de crise. O grau máximo é de 100%. Nesses casos o risco da GRI se torna o mesmo do governo local. Não é considerada a possibilidade de nenhum suporte. Ao invés disso, são analisadas as possibilidades de privatização da GRI. “S” é o fator de suporte e é calculado da seguinte maneira:

$P(L \cap H | S) = (1-S) * P(L) + S * P(L e H)$, onde igualmente a equação do default conjunto L é o emissor com menos risco e H com risco mais alto.

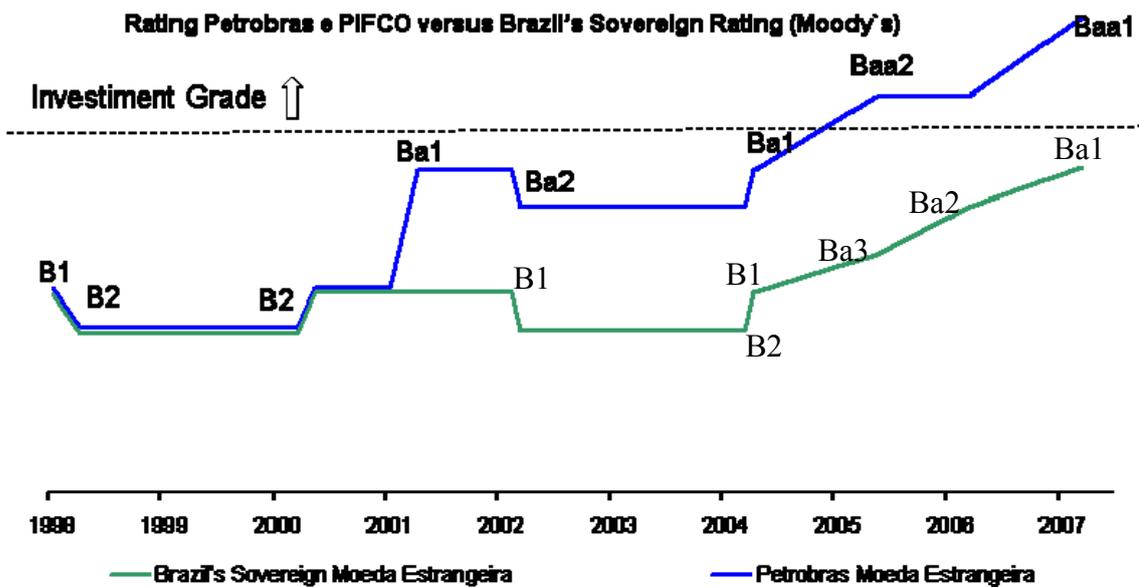
A tabela abaixo apresenta os tipos de situação e as considerações da *Moody's* para cada caso.

2.3. Tabela de Classificação

A tabela de classificação de risco da *Moody's* e o gráfico da evolução do *Rating* Petrobras de 1994 até hoje encontram-se abaixo.

Tabela 2.8:

Qualidade de Risco	
<i>Moody's</i>	
GRAU DE INVESTIMENTO	
Qualidade Máxima	Aaa
Qualidade Alta	Aa1
	Aa2
	Aa3
Forte capacidade de pagamento	A1
	A2
	A3
Capacidade de pagamento adequada	Baa1
	Baa2
	Baa3
GRAU ESPECULATIVO	
Provavelmente cumpre obrigações (incerto)	Ba1
	Ba2
	Ba3
Alto risco de crédito	B1
	B2
	B3
Risco de crédito muito alto	Caa1
	Caa2
	Caa3
Possibilidade próxima de <i>default</i>	Ca
<i>Default</i>	C



3. A Metodologia *Standard and Poor's*

A análise da *S&P* para empresas de Óleo e Gás (O&G) é baseada nos balanços fornecidos ao mercado de capitais. Todas as informações são públicas e disponíveis a qualquer pessoa interessada no tema. Assim como a *Moody's*, o estudo é dividido em categorias e subcategorias. Nenhum resultado é baseado em um único item e sim, numa cesta de itens ponderados pela sua importância. Como exemplo, pode-se citar fatores econômicos, regulatórios e geopolíticos. Há outras informações que a empresa avaliada cede, contando como um acordo de confidencialidade com a agência, visando melhorar a capacidade de avaliação em relação à robustez financeira da empresa: projeção de fluxos de caixa, planejamento de captações, reestruturações de dívidas, venda ou compra de ativos e etc.

Os itens a estudar foram criados com o intuito de facilitar a comparação entre as empresas participantes de um mesmo mercado, assim como as comparações entre períodos diferentes. Devido ao grande fluxo de capital circulante no mercado de capitais americano, todos os balanços analisados estão em U.S. GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) ou IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

3.1. Metodologia Geral de Classificação de Risco para Empresas

Para a classificação de risco do setor de O&G são feitas as seguintes adaptações no balanço:

- Juros e Dividendos Acroados

O valor de uma obrigação é comumente calculado no pressuposto de que um cupom acabou de ser pago e estamos a um número inteiro de períodos de pagamento do próximo cupom. Se estivermos um pouco depois do tempo zero (entre pagamentos de cupons), o valor da obrigação é um pouco maior do que em tempo zero, pois falta menos tempo para receber os cupons e logo o seu valor atual será maior. Por questões de comparação, o preço cotado é o conhecido, preço limpo. Nessa visão, os juros e os dividendos acroados que não estão inclusos no balanço serão classificados como débito para uma comparação mais consistente entre as empresas.

Procedimentos de ajuste:

- Na DRE (Demonstração de Recursos), os juros acroados e os dividendos são reclassificados como débito.

- No Fluxo de Caixa não é feito nenhum ajuste, dado que os valores não são significativos.

- Obrigações com Fundos de Pensão e Planos de Saúde

As obrigações com fundo de pensão e planos de saúde são classificadas como dívidas, pois são assumidas pela empresa em momentos de crise. Porém ela possui algumas características que a diferenciam do débito convencional tal como dificuldade de mensuração, impostos e risco de falência do fundo. Assim essas obrigações envolvem um alto grau de subjetividade. A maior dificuldade de quantificar está relacionada com a taxa de desconto que deve ser utilizada no cálculo do seu valor presente.

Procedimentos de ajuste:

- Na DRE (Demonstração de Recursos), as obrigações com fundos de pensão são inclusas como débito, assim como os juros referentes às obrigações. Tais informações estão disponíveis no anexo do U.S. GAAP de cada empresa.

- Custos Capitalizados

São custos relacionados com a formulação de produtos para a venda. É comum o uso de Leases no financiamento dessas atividades, porém muitas vezes ele é reportado como despesas e não como um custo capitalizado.

Despesa, opostamente à capitalização, pode impactar profundamente o balanço e as métricas da firma, fazendo com que as comparações fiquem mais difíceis. O ajuste que se dá ao custo de desenvolvimento é como se todo ele tivesse sido tratado como despesa. Tal alteração não impacta nas despesas operacionais, mas sim no EBITDA.

Tais mudanças ajudam a tornar a performance das firmas mais transparentes e mais fáceis de comparar.

Procedimentos de ajuste:

- O valor líquido dos custos de captação é subtraído do EBITDA e dos gastos financeiros.

- Juros Capitalizados

Os juros capitalizados, assim como o custo de desenvolvimento, são considerados despesa. Parte-se do princípio de que uma empresa deve arcar com os custos, quando decide realizar um projeto. Esses custos, porém, não são tão claros, dificultando comparações. Consequentemente concentra-se o foco no pagamento total dos juros.

Assim, os juros capitalizados são incluídos nas despesas gerais. No fluxo de caixa este item é reclassificado como fluxo de caixa operacional. Isso geralmente reduz o total disponível para operações e despesa de capital.

Procedimentos de ajuste:

- Adiciona-se o total dos juros capitalizados às despesas com juros.
- Subtrai-se o total dos juros capitalizados das despesas com capital e realoca como fluxo de caixa operacional.

- Operações Financeiras de Captação de Recursos

As operações financeiras de captação de recursos são basicamente uma extensão das atividades de *marketing*. Ela facilita a venda de bens de serviços ao prover recursos para os distribuidores. Muitas vezes o setor responsável pelas captações funciona como uma subsidiária ou um setor independente. Nos casos onde ela é uma subsidiária, a sua classificação é feita de forma independente, refletindo as diferenças na dinâmica dos negócios e nas características econômicas.

Da abordagem dessas operações resultou a construção de um item especial que é incluso no balanço, a fim de esclarecer o destino das receitas e diferenciar as captações da empresa integrada da subsidiária.

Procedimentos de ajuste:

Total das receitas financeiras = recebíveis *on-balance* + *leases*

EBIT financeiro = receitas financeiras – despesas financeiras

Débito financeiro = total das entradas financeiras vezes a razão da despesa com o custo do capital próprio.

EBIT = receitas ajustadas – despesas ajustadas + transferências de pagamentos.

O resultado desses ajustes é a redução dos juros pagos da empresa consolidada, assim como a sua dívida total.

- Custos de Exploração

Caracteriza-se como custos de exploração toda tentativa, bem sucedida ou não, de extrair o petróleo ou o barril de óleo equivalente. Como exemplo, estão os custos geológicos e os custos de carregamento de projetos não realizados, assim como os custos diários de exploração em poços comerciais.

Procedimentos de ajuste:

- Adicionam-se os custos de exploração ao EBITDA.

- Variações Cambiais

As variações cambiais ocorrem quando as reservas disponíveis em moeda estrangeira são convertidas em moeda corrente do país de origem da empresa ou entre a venda/compra de produtos em outras moedas e a conversão. Tais variações impactam no caixa disponível. Geralmente essas operações estão prontas no fluxo de caixa, porém algumas empresas não as colocam por completo.

Procedimentos de ajuste:

- O montante das variações cambiais não divulgado é adicionado ao existente no fluxo de caixa.

- Métodos Contábeis

Existem dois métodos contábeis possíveis sobre as regras da U.S. GAAP para as demonstrações contábeis, o FIFO (*first-in first-out*) e o LIFO (*last-in, first-out*). Em períodos de inflação, a utilização do LIFO resulta em menores receitas do que se fosse utilizado o FIFO, pois os custos mais recentes entraram com peso maior na hora de fazer a demonstração de resultados. Tal diferenciação faz com que a comparação entre empresas fique mais complicada, por isso as adaptações são feitas na direção do FIFO. O LIFO mostra melhor como os custos se comportam em relação às receitas, porém ele distorce o balanço ao incluir resíduos de antigos custos.

Procedimentos de ajuste:

- Quando utilizado o LIFO, as reservas são adicionadas aos ativos. O capital próprio fica maior após a soma.

- Litígio

Em caso de litígio de alguma empresa, é feito um estudo de caso direcionado ao problema com o intuito de apurar os potenciais ganhos financeiros, assim como o *timing* e a *duration*. Também são avaliadas as opções legais que a empresa dispõe, e a sua estratégia. Muito importante é a quantidade de ações e o valor implícito nelas. O *timing* é levado em conta pois se a empresa for obrigada a pagar, e o pagamento não é imediato, ele é descontado a valor presente o que reduz o montante no período de avaliação. A maior complicação está em estimar o valor do litígio. Quando a sentença não foi dada, geralmente são usados os casos passados de empresas do setor.

Além dos danos financeiros imediatos, é feita uma análise das perdas que a empresa enfrenta com a queda em sua reputação. Um exemplo seria a desvalorização dos títulos que impacta diretamente na venda de novos títulos, reduzindo o volume de captação dessas emissões.

Procedimentos de ajuste:

- Determinar o montante do litígio e soma-lo à dívida do balanço antes dos impostos.

- Dívidas Limitadas de Subsidiárias

No contexto de análise de dívidas corporativas, as dívidas limitadas de subsidiárias ocorrem quando alguma filial contrai empréstimos, dando como colateral seus próprios ativos. Em caso de não pagamento, a garantia do empréstimo limita-se somente aos bens da subsidiária. A firma consolidada não está sujeita a qualquer responsabilidade. Porém, não é sempre o que se observa na prática. Principalmente quando a subsidiária é estrategicamente importante para a consolidada, ou quando a gestão dela é feita pela empresa consolidada.

As modificações do balanço são feitas no sentido de retirar as operações consideradas limitadas e adicionar as não limitadas. Assim, os indicadores que dependem deles serão mais consistentes com as projeções de desempenho. Desastres naturais, ganhos com venda de equipamentos amortizados e o fechamento por motivos não óbvios de plantas industriais ativas contam como itens a serem modificados.

A visão desses itens por parte da *S&P* difere, muitas vezes, da visão da empresa e por isso são feitos os ajustes. Tais mudanças são avaliadas de acordo com a importância da subsidiária para a empresa consolidada.

Procedimentos de ajuste:

- Não há um procedimento padrão. Tendo em vista à natureza subjetiva da relação subsidiárias/projetos/*joint venture*.

- Lease Operacional

Leases são usados para fins de captação de recursos com pagamentos de longo prazo dando como garantia o bem financiado. Existem dois tipos: lease operacional e financeiro. O lease financeiro é contabilizado pelas regras da U.S. GAAP como despesa financeira de aquisição de ativos, enquanto o lease operacional é registrado somente nas datas de pagamentos do empréstimo. A *S&P* vê o lease como se fosse somente uma conta e deve ser registrado o total do lease no momento do contrato. Assim, as modificações visam a atualizar o valor total dos leases adquiridos pela empresa para que todas as obrigações futuras sejam inclusas no balanço.

Caso uma empresa financie um ativo com vida útil de 20 anos através do lease, são feitos ajustes referentes à vida útil do ativo. Não leva-se em conta o valor real e a depreciação. Ou seja, é como se a empresa tivesse alugado a máquina por 20 anos.

Procedimentos de ajuste:

- Somam-se à dívida da empresa o valor presente descontado dos pagamentos de leases e os benefícios com impostos. A taxa de desconto utilizada é a média das taxas utilizadas pela empresa para o cálculo das despesas com juros. O resultado é um considerável aumento da dívida total da empresa, o que impacta nos indicadores financeiros utilizados no cálculo do Rating.

- No fluxo de caixa e nas receitas operacionais, ajustam-se a depreciação e os juros referentes ao lease. Assim a despesa com juros fica maior e a depreciação menor.

- Acordos de Poder de Compra (*Power Purchase Agreements*)

Os acordos de compras de insumos são vistos como obrigações financeiras que substituem os investimentos presentes em matéria prima. Conseqüentemente o ajuste feito é a incorporação dessa obrigação ao débito do balanço. A vantagem em se fazer tal

acordo é a garantia do fornecimento dos insumos necessários à produção em contrapartida o resultado financeiro é a redução dos lucros contábeis e todos os indicadores que dele dependem.

Procedimentos de ajuste:

- Calcular o valor presente das obrigações. A taxa de desconto utilizada é a mesma do item anterior.

- Adicionar o valor total à dívida do balanço.

- Em alguns casos é calculada a depreciação dos insumos, se esse for depreciable, e descontada do valor presente das obrigações.

- Excedente de Caixa

O excedente de caixa é naturalmente um indicador de liquidez, porém na análise da *S&P* ele é mais do que somente o caixa final menos o inicial. É feito a soma de todas as obrigações e recebíveis que entrarão para o caixa, além do usual.

Procedimentos de ajuste:

- Dívidas, dinheiro em caixa e investimentos são deduzidos do excedente de caixa.

3.2. Indicadores da S&P

Tabela 3.1:

Indicadores Principais	
Indicadores	Fórmulas
Receita Operacional antes de Depreciação e Amortização	Receita Operacional antes de Depreciação e Amortização
Cobertura de Juros do EBIT	EBIT/Juros
Cobertura de Juros do EBITDA	EBITDA/Juros
Cobertura de Juros do FFO	(FFO+juros pagos-ajustes do leasing referentes a depreciação)/Juros*
Retorno sobre o Capital	EBIT/Média anual do Capital
FFO da Dívida	FFO/Dívida
Fluxo de Caixa Livre da Dívida	FOCF/Dívida
Fluxo de Caixa Discricionário da Dívida	Fluxo de Caixa Discreto/Dívida
Fluxo de Caixa Líquido em Relação ao CAPEX	Fluxo de Caixa Líquido/CAPEX
EBITDA sobre Dívida	Dívida/Dívida
Alavancagem	Dívida/Dívida+Capital Próprio

* Os juros do numerados refletem os juros pagos e o do denominador os juros acroados

Glossário	
Termo	Definição
Receita	Total das vendas ou outras receitas consideradas operacionais.
EBITDA	Lucro operacional antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.
EBIT	Lucro antes dos juros e impostos.
Fluxo de Caixa Operacional	É a soma do caixa resultante das operações não financeiras com os juros líquidos e dividendos recebidos menos impostos.
FFO (<i>Founds From Operations</i>) - Lucro Líquido	Lucro operacional após impostos + depreciação e amortização
Fluxo de Caixa Livre	Fluxo de caixa - CAPEX
Fluxo de Caixa Discricionário	Fluxo de caixa livre - dividendos pagos
Fluxo de Caixa Líquido	FFO - dividendos

4. Classificação de Risco para Países

O que distingue o critério de classificação de uma empresa para um país? Pode-se considerar um país como sendo uma empresa, porém existem particularidades que os diferenciam. A principal diferença é que o país tem o poder de alterar as leis internas aplicadas ao setor privado (risco de interferência) e, por isso, este não será capaz de honrar seus compromissos. O propósito deste capítulo é oferecer uma breve explicação dos principais conceitos e definições do risco soberano de um país, assim como da racionalidade e interação entre eles. Como o objeto do trabalho é a evolução do *rating* Petrobras, a apresentação da classificação soberana visa a explicar os seus impactos na classificação das empresas.

Existem dois tipos de *rating* soberano que impactam diretamente a classificação das empresas: *Rating* dos Títulos do Governo e o Teto Soberano.

4.1. Metodologia Geral para Risco Soberano

A classificação para os títulos soberanos depende exclusivamente do risco de *default* do governo, seja em moeda local ou estrangeira. Leva-se em conta a capacidade e a “vontade” do governo em honrar seus pagamentos nas datas determinadas. Mas o que significa o *Rating* dos Títulos de um país?

Vale lembrar que *Ratings* são apenas opiniões de agências para o risco de *default*. Quando aplicado a um país, ele reflete o risco de crédito que um investidor adquire ao comprar um título soberano daquele país. Leva-se em consideração parâmetros financeiros, sociais e políticos que possam afetar a credibilidade dos pagamentos dos títulos do governo, porém nenhum parâmetro isolado define diretamente a prosperidade econômica ou a competitividade do país analisado. É uma cesta de requisitos devidamente ponderados que reflete a disposição do país para o pagamento das suas dívidas com seus credores.

A definição de *default* utilizada até aqui é: qualquer atraso ou distúrbio no pagamento de juros e/ou principal. Caracteriza-se como distúrbio qualquer tentativa de troca de títulos com vencimentos diferentes (mesmo que essa troca seja vantajosa para o credor), por qualquer motivo, principalmente se for para evitar o não pagamento do título a ser trocado. Se, por exemplo, um país que tenha um título com vencimento para esse ano tentar trocar o título por outro mais longo ou por qualquer tipo de financiamento - mesmo que ele ofereça uma rentabilidade maior - tal ato é caracterizado

como *default* pelas agências de classificação de risco. Resta saber por que um país não pagaria a sua dívida.

Ao contrário dos agentes não-governamentais que são obrigados a não pagar suas dívidas quando as fontes de crédito não existem mais, os governos têm a capacidade de intervir na economia e assim o *default* vira uma opção. Só é vantajoso o *default* quando as suas conseqüências econômicas e sociais são menores do que as conseqüências de uma intervenção econômica.

A classificação dos títulos emitidos em moeda estrangeira mede a capacidade do país em mobilizar capital estrangeiro para pagar as suas dívidas no devido prazo. Ela se diferencia da classificação em moeda local em um importante ponto analítico. Enquanto a credibilidade em moeda local depende exclusivamente da capacidade e da vontade do governo em levantar recursos na sua moeda para repagar os débitos, o *default* em moeda estrangeira pode ser causado por tensões na capacidade de pagamento de outras dívidas que não as de títulos públicos.

Num país cuja Conta Corrente tem um grande déficit, e em grande parte o setor privado é o responsável. Uma crise de confiança pode gerar um distúrbio no câmbio. Esse distúrbio cambial impacta a credibilidade do governo de duas maneiras: diminuindo as reservas em moedas estrangeira (na tentativa de manter o câmbio estável), ou depreciando excessivamente o câmbio.

No caso brasileiro, a perspectiva dos analistas das agências de risco são boas, baseadas nas políticas macroeconômicas estáveis do segundo mandato do Governo Lula: redução da dívida externa, aumento das reservas em moeda estrangeira e diminuição dos índices de desigualdade. Contudo o *rating* em moeda estrangeira permanece abaixo do grau de investimento (BB para *Moody's* e BB+ para a *S&P*). Mesmo sem entrar para o grupo dos *investment grade*, as taxas de captação do Brasil atingiram seus menores níveis e hoje ele é um dos países emergentes que recebem mais investimentos. As agências de classificação estão sinalizando e todo o mercado espera um *up grade* para o próximo ano.

São três os principais benefícios do status de *investment grade*: Primeiro, alteração dos custos de financiamento pois permite a redução das taxas de juros, dado o aumento do fluxo de investimento. Segundo, impacto positivo nos *ratings* das empresas nacionais. Hoje 15 empresas brasileiras possuem status de *investment grade*. Por último, permite investimentos de instituições financeiras que por regulamento só podem investir

em títulos que tenham o grau de investimento, poderiam colocar os papéis da República no seu portfólio de longo prazo.

4.2. Teto Soberano para Emissões em Moeda Estrangeira

É baseado na probabilidade de o governo local interferir na capacidade de pagamento de outro agente. É medido para títulos em moeda estrangeira e em moeda local. Para o primeiro, o principal fator é a intervenção governamental nos pagamentos dos débitos das empresas localizadas nesse país. Já para o segundo, é a probabilidade de uma interrupção em todos os pagamentos domésticos, devido a uma crise interna ou do apoio das autoridades monetárias locais com uma crise bancária.

O teto soberano geralmente indica o maior *rating* permitido a uma emissão em moeda estrangeira feita por uma empresa pertencente a determinado país. Ele reflete o grau de interferência que um ato governamental pode causar sobre os contratos de uma empresa local. Quanto menor o teto, maior é o *gap* entre o *rating* em moeda local e moeda estrangeira. E quanto maior o teto, menor é chance de medidas governamentais afetarem as obrigações das empresas. Quando o teto é Aaa significa nenhuma chance de interferência.

A razão analítica para a existência de um teto soberano é que todos os emissores domésticos estão sujeitos a transferência de risco do país onde estão instalados. Os países podem passar por dificuldades em converter a sua moeda para os pagamentos dos seus títulos. Em outras palavras, o teto leva em conta o fato de o governo local se confrontar com dificuldades de pagamentos de sua dívida em moeda estrangeira e esse tem o poder de reduzir a fuga de capital estrangeiro, inclusive limitando os pagamentos das dívidas das empresas.

No entanto, desde 1990 o mercado de capitais mundial é mais líquido e dinâmico o que reduz a área de manobra dos governantes. Além do que, todos eles evitam uma moratória generalizada dada a grande dificuldade de captação que iram enfrentar no futuro. Isso abre espaço para que certas empresas “furem” o teto soberano. Isso ocorre, pois muitas empresas possuem subsidiárias em outros países somente para servir como instrumento financeiro de captação de recursos. Deve-se destacar que, para os títulos em

moeda estrangeira emitidos no país de origem da empresa, não há possibilidade do rating auferido a este ser maior do que o teto dado àquele país.

O teto soberano é definido como a probabilidade de o governo fazer moratória a partir da probabilidade desse governo dar *default* em sua própria dívida. Para determinar o teto soberano é multiplicado o risco implícito de *default* do país pelo risco desse país interferir no setor privado.

Tabela 4.1

Determinação do Teto Soberano (Moody's)			
Rating	Rating dos Títulos do Governo em Moeda Estrangeira	Risco de Moratória	Teto Soberano
Aa3	Brasil	<p>Quanto menor o risco de moratória, maior é o teto soberano comparado com rating do Governo.</p> <p>GRAU DE INVESTIMENTO</p> 	Petrobras
A1			
A2			
A3			
Baa1			
Baa2			
Baa3			
Ba1			
Ba2			
			Brasil

Como dito anteriormente, não é possível um título em moeda estrangeira de uma empresa ter o *rating* maior do que o teto soberano. Somente os títulos emitidos no exterior são passíveis de furar o teto e isso depende de dois fatores: fundamentos financeiros do emissor e a probabilidade de interferência governamental em momentos de estresse. O risco de interferência pode ser caracterizado por três parâmetros: 1) a probabilidade de *default* do governo local; 2) a probabilidade que instalada uma crise, esse país irá declarar moratória, e 3) dada a moratória declarada, a probabilidade de o governo incluir o não pagamento das dívidas das empresas locais.

O item 1 já foi discutido na seção anterior. Basta analisar como a probabilidade de moratória afeta o rating das empresas locais. Devem-se fazer três perguntas básicas na tentativa de determinar o risco de moratória:

1. *Como a economia local está integrada com o mundo?* Quanto maior for a integração comercial do país com o resto do mundo, principalmente quando essa integração é baseada em normas e contratos, maior é o custo da moratória e assim menor é a probabilidade do governo a impor para o setor privado.
2. *Do ponto de vista do Governo, o custo de moratória é mais atraente do que outras políticas?* O governante tem a escolha de quebrar os contratos de pagamentos ou fazer outra política em um momento de crise. Qual seria a escolha menos custosa naquele momento?
3. *Qual a probabilidade de o governo “socializar” o custo da dívida?* A socialização da dívida existe quando o governo substitui seus créditos pelos créditos das empresas locais. Ele protege as firmas de retaliações externas.

A pesar de os elementos da análise serem quantitativos, a metodologia é baseada em fatos históricos de cada país. O indicador da interferência governamental é baseado em dados passados de subsídios, controle de preços e *bailout* das empresas numa média de quinze anos e dividido em três frequências (raramente, ocasionalmente e frequentemente). Ao mesmo tempo é observado se houve alguma importante mudança na estrutura do país que possa afetar a análise.

5. Análise Comparativa

5.1. Índices de Comparação

Este capítulo apresenta os indicadores financeiros que devem ser utilizados como ferramentas para análises internas referentes à sustentabilidade da companhia e de seu plano de investimentos. Estes indicadores buscam incorporar em larga escala as questões financeiras relevantes para os fornecedores de capitais próprios e de terceiros da empresa.

O estudo foi dividido em 3 pontos:

- Definição dos indicadores a serem observados;
- Verificação histórica destes indicadores na companhia;
- Verificação das mesmas métricas em empresas pares;

5.1.1. Definição dos Indicadores a serem observados

Os indicadores foram definidos de modo a representar as diversas restrições de ordem financeira que envolvem o planejamento de longo prazo da empresa. Tais restrições envolvem os interesses de detentores de dívida, preocupados com a geração de caixa futura para pagamento de juros e amortização desta dívida, e de detentores de ações, interessados na rentabilidade, sustentabilidade e grau de risco da empresa. Os indicadores incorporam ainda uma restrição relativa ao nível de captações anuais da empresa.

Indicador de Capacidade de Pagamento de Juros (Cobertura de Juros)

Fórmula:
$$\frac{\text{Lucro Líquido} + \text{Juros} + \text{IR} + \text{Juros Leasing Oper.}}{\text{Juros} + \text{Juros Capitalizados} + \text{Juros Leasing Oper.}}$$

Definições:

Juros de Leasing Operacional: 1/3 do desembolso anual com leasing operacional.

Justificativa: Mensura a capacidade da companhia em gerar recursos para pagamento de juros. Considera a geração de recursos antes do imposto de renda, uma vez que as despesas de juros são realizadas antes do imposto de renda. Considera-se ainda que a depreciação representa o investimento mínimo necessário à manutenção das atividades da empresa. Desta forma não se deve utilizar a geração de caixa operacional.

Indicador de Geração de Caixa em Relação à Dívida

Fórmula:
$$\frac{\text{Fluxo de Caixa Retido}}{\text{Dívida Líquida}}$$

Definições:

Fluxo de Caixa Retido: Fluxo de caixa operacional - dividendos

Dívida Líquida: Dívida Bruta - Saldo de caixa

Dívida Bruta: Inclui dívidas com fundo de pensão e dívida de leasing operacional, apurada com base no pagamento anual referente a esta modalidade de financiamento.

Justificativa: Mensura a capacidade da companhia de gerar recursos comparativamente ao seu nível de endividamento líquido. Excluem-se os dividendos do fluxo de caixa operacional, ao considerar-se o caráter compulsório deste desembolso.

Indicador de Estrutura de Capital (Alavancagem)

Fórmula:
$$\frac{\text{Dívida Bruta}}{\text{Dívida Bruta} + \text{Patrimônio Líquido}}$$

Definições:

Dívida Bruta: Inclui dívidas com fundo de pensão e dívida de leasing operacional, apurada com base no pagamento anual referente a esta modalidade de financiamento.

Justificativa: Mensura a divisão entre capital próprio e capital de terceiros da empresa, bem como a tolerância dos gestores ao endividamento. O caixa não é deduzido

da dívida bruta, uma vez que estaria aplicado nas atividades operacionais da empresa ou em vias de ser utilizado em atividades de investimento ou retornado aos acionistas.

Indicador de Comprometimento das Reservas (Geração de Receita Futura para Cobertura da Dívida)

Fórmula:
$$\frac{Dívida Bruta}{Reservas}$$

Definições:

Dívida Bruta: Inclui dívidas com fundo de pensão e dívida de leasing operacional, apurada com base no pagamento anual referente a esta modalidade de financiamento.

Reservas: Total de reservas mensuradas em MMBOE (milhões de barris de óleo equivalente) pelo critério SEC.

Justificativa: Mensura a possibilidade de geração de receita futura para pagamento da dívida atual, representado o grau de comprometimento das reservas da empresa com o capital de terceiros.

Alavancagem Líquida

Fórmula:
$$\frac{Dívida Líquida}{Dívida Líquida + Patrimônio Líquido}$$

Definições

Dívida Líquida: Dívida *on balance* menos saldo de caixa.

ROCE (Retorno Sobre o Capital Empregado)

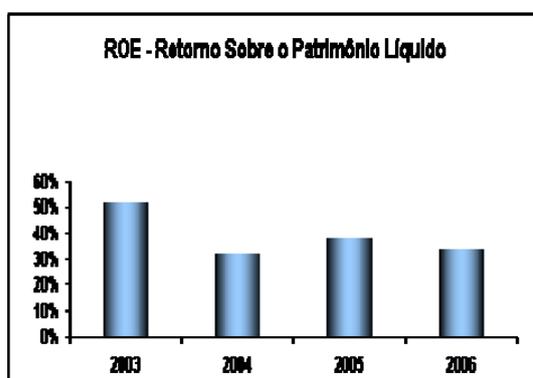
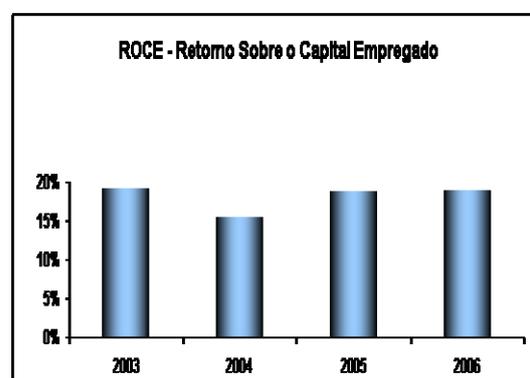
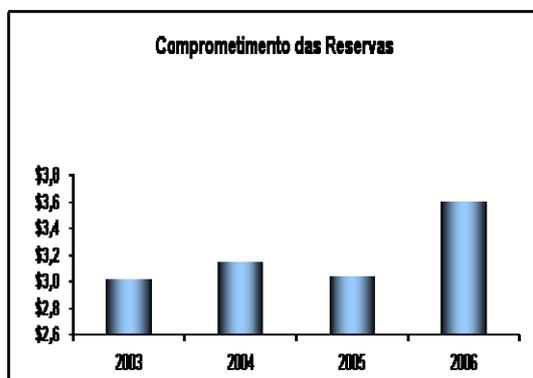
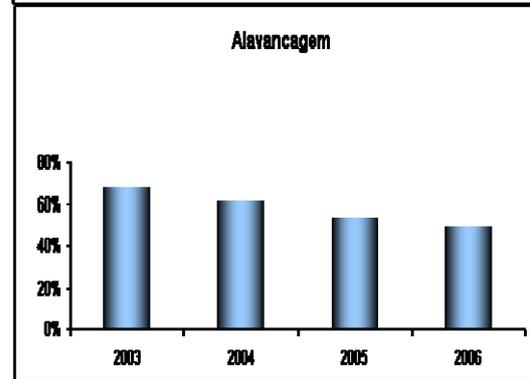
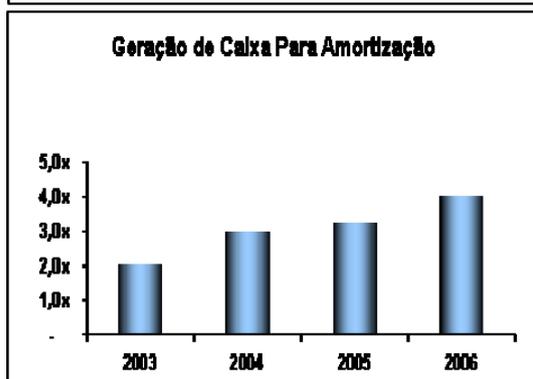
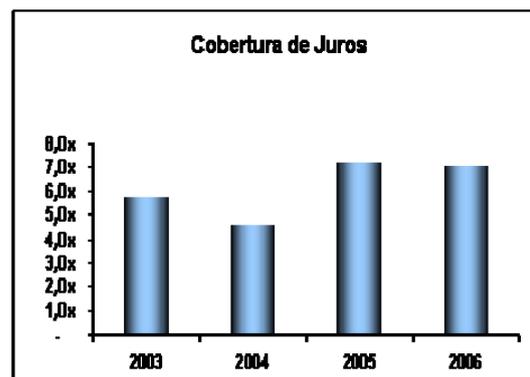
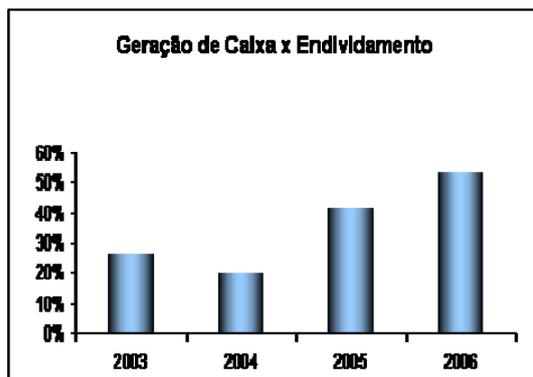
Fórmula:

$$ROCE_t = \frac{\text{Lucro Líquido}_t + (\text{Despesa Financeira}_t - \text{Receita Financeira}_t) \times (1 - \text{Alíquota IR})}{\left[(\text{Dívida Líquida}_t + \text{Patrimônio Líquido}_t) + (\text{Dívida Líquida}_{t-1} + \text{Patrimônio Líquido}_{t-1}) \right] / 2}$$

Definições

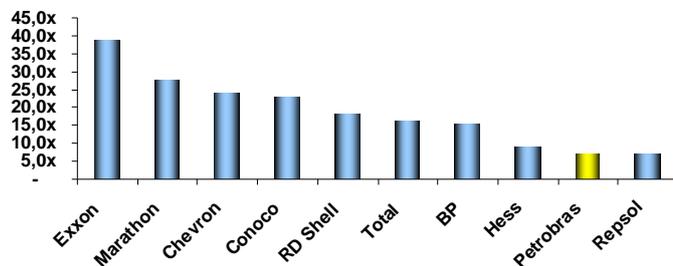
Dívida Líquida: Dívida *on balance* menos saldo de caixa.

5.1.2. Evolução dos indicadores da Petrobras

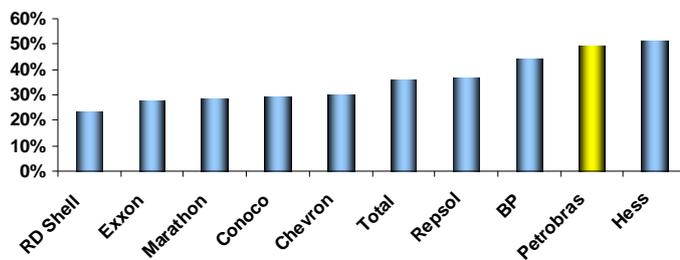


5.1.3. Comparação com Empresas Pares

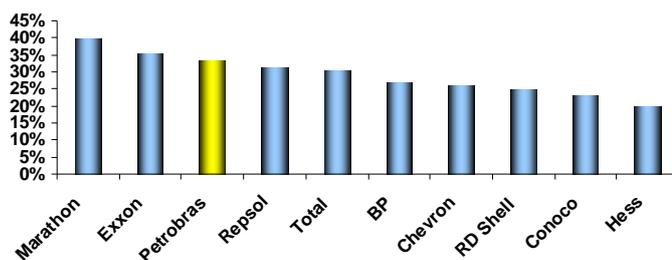
Cobertura de Juros



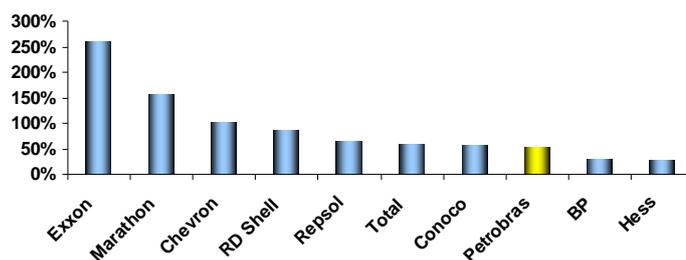
Alavancagem



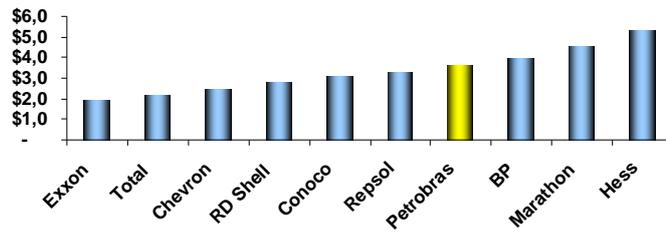
ROE - Retorno Sobre o Patrimônio Líquido



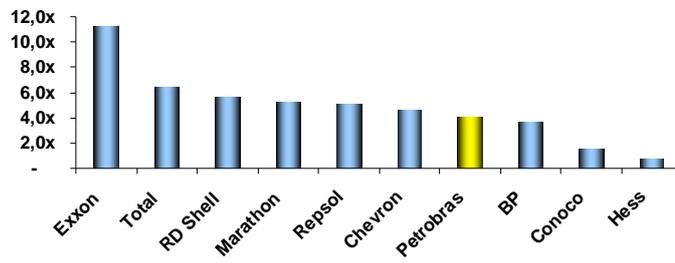
Geração de Caixa x Endividamento



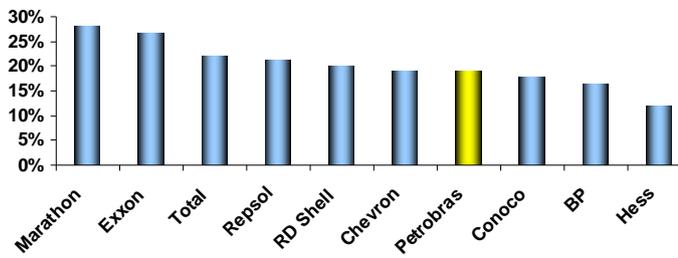
Comprometimento das Reservas



Geração de Caixa Para Amortização



ROCE - Retorno Sobre o Capital Empregado

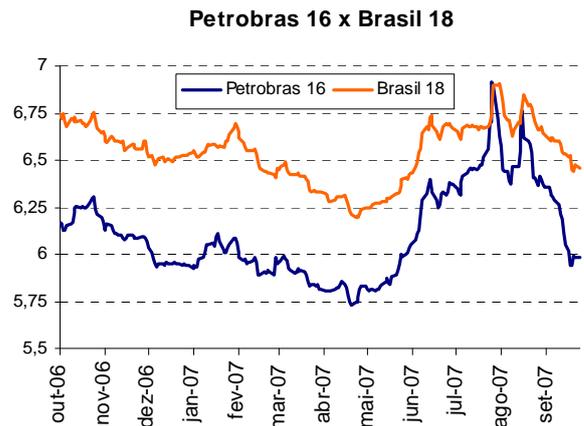
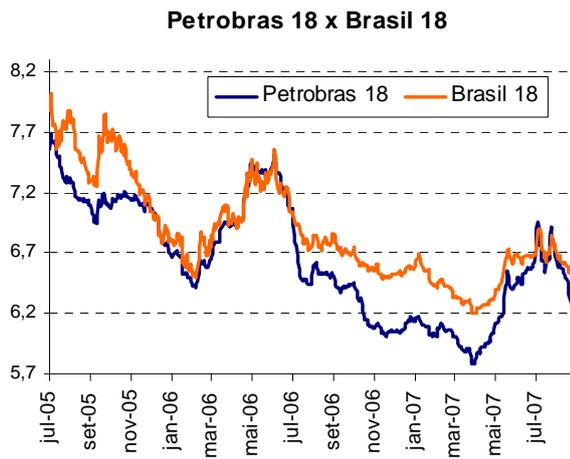
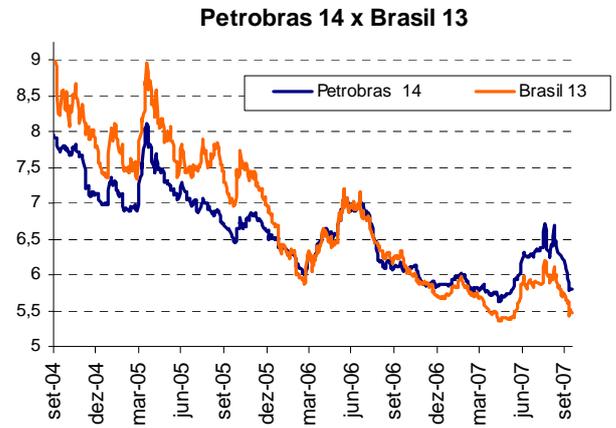
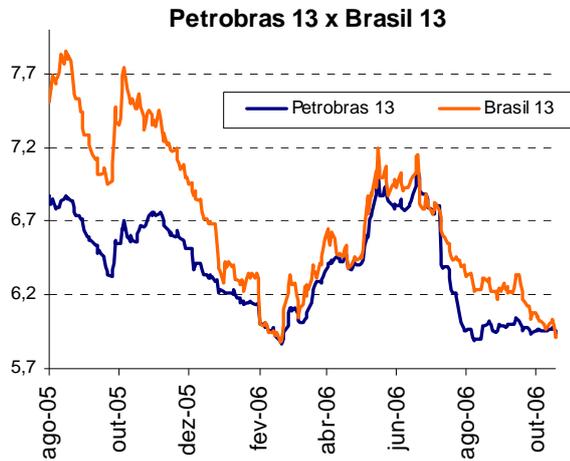


5.2. Títulos Petrobras Vs. Títulos do Mercado

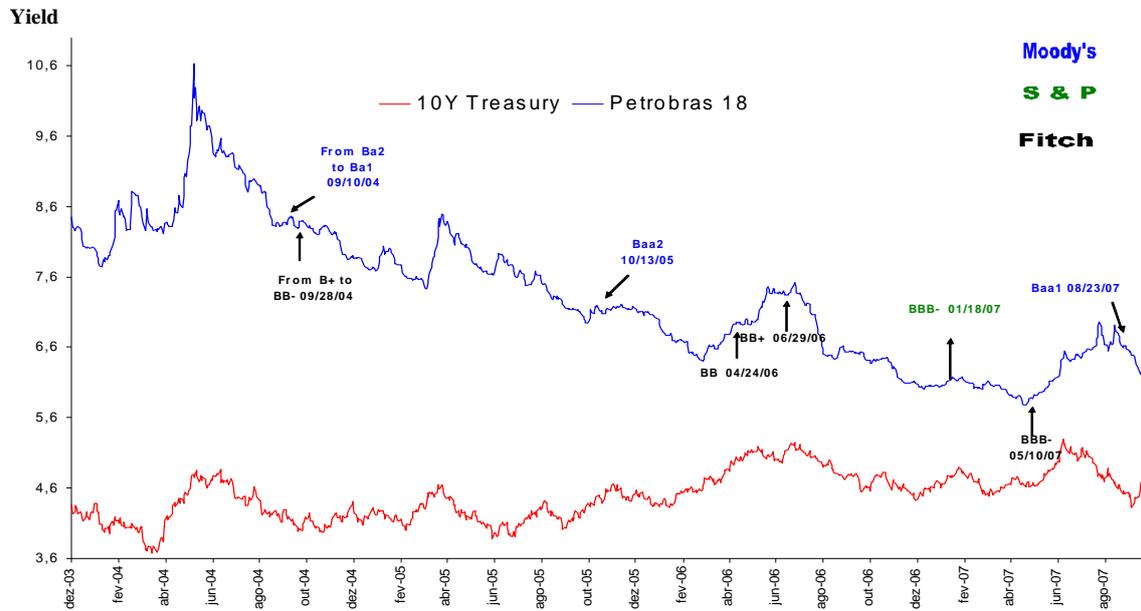
Petrobras								
Títulos	Emissão	Rating Emissão			Coupon	Mercado Emissor	Moeda	Garantia
		Moody's	Fitch	S&P				
2011	Jul-01	A2	-	BBB-	9.750	Global	USD	PRI
2008	Mar-03	Ba2	-	B+	9.000	Global	USD	Não Subordinado
2013	Jun-03	Ba2	-	B+	9.125	Global	USD	Não Subordinado
2018	Dec-03	Ba2	B+	-	8.375	Global	USD	Não Subordinado
2014	Sep-04	Ba1	-	B+	7.750	Global	USD	Não Subordinado
2016	Oct-06	Baa2	BB+	BBB-	6.125	Global	USD	Não Subordinado

2008 coupon rate 9% ate 04/2006 e 12,375 apos.

Comparação do Yield do Título da Petrobras com vencimento em 2013 com o Yield do Global 13 Brasileiro.



Comparação do Yield do Título da Petrobras em moeda estrangeira com vencimento em 2018 com o Yield do Título do Governo Americano com vencimento em 10 anos (Treasury de 10 anos).



6. O Caso Petrobras

A Petrobras é a maior empresa brasileira do ramo de energia e uma das maiores do mundo. Sendo uma empresa de capital misto, com o governo brasileiro possuindo 55,7% das participações. O seu modelo organizacional está dividido em quatro áreas de negócio: 1) Exploração e Produção; 2) Abastecimento; 3) Gás e Energia, e 4) Internacional. Além de duas outras áreas de apoio: Financeira e Serviços. Atualmente são 103 plataformas produzindo mais de 2,3 milhões de barris de óleo equivalente. Sua presença está em 27 países associada a 71 companhias.

Os resultados financeiros melhoram a cada ano. O lucro de US\$ 1,3 bilhão em 1997 agora está na casa de US\$ 12 bilhões. Com isso a Petrobras integra o Índice de Sustentabilidade Empresaria da Bovespa e o *Dow Jones Sustainability Index*.

A Petrobras possui uma vantagem comparativa no Brasil por produzir por muito tempo com o mercado regulamentado. Isso permitiu o acúmulo de grandes bacias de petróleo que produzem 80% do total necessário ao abastecimento brasileiro. Porém o mercado de óleo e gás apresenta muitos riscos. Tais como alterações nos preço do petróleo, risco geopolítico e outros.

6.1. Visão Moody's do Risco Petrobras

Em 23 de agosto de 2007 a *Moody's* elevou o rating em moeda estrangeira da Petrobras de Baa2 para Baa1 ao mesmo tempo que o teto soberano do Brasil foi de Ba1 para Baa3, o que nos remete à pergunta inicial, como uma empresa com participação majoritária do governo pode ter um rating melhor do que o seu principal acionista? E no caso da Petrobras, ela está acima do teto soberano calculado para o Brasil.

Contam como fatores positivos na avaliação o tamanho das reservas, o aumento da capacidade de produção e a liderança no mercado brasileiro. Com a aplicação da metodologia de *Joint Default* para empresas relacionadas com o governo, o risco de interferência governamental foi revisado e esse é o principal fator que permitiu a elevação do *rating* da Petrobras.

Ao mesmo tempo, os desafios vistos pela *Moody's* para uma possível elevação do rating são a diminuição da dependência do governo, a redução da dívida em moeda estrangeira, a não diversificação do risco quando comparado com as empresas pares e a baixa exportação. O que mais preocupa a *Moody's* é o novo plano de expansão da Petrobras com gastos anunciados em torno de US\$ 112 bi entre 2008-2012. Tal meta

visa a expandir a capacidade de exploração e refino além da ampliação dos dutos de distribuição de gás natural.

6.2. Visão *Standard and Poor's* do Risco Petrobras

Em 18 de janeiro de 2007 a agência definiu em BBB – o rating da dívida corporativa da Petrobras em moeda estrangeira. Esse *rating* é superior ao do Brasil (BB) em um ponto, o suficiente para que a companhia esteja classificada como *investment grade*.

A análise considerou as atividades da Petrobras e o risco das operações dentro do Brasil. Contou como fato positivo a baixa interferência do governo nos negócios da empresa, mesmo com o governo exercendo o controle majoritário.

Ainda foi considerado o aumento na relação FCO/Dívida Ajustada, de 40% para 50% e a liquidez. Outro fator analisado foi o agressivo uso do caixa para financiar os investimentos de curto e médio prazo. Levou-se em conta a crescente capacidade de geração de caixa para o cumprimento das dívidas, o que garantiu a elevação da classificação.

6.3. Importância da PFICO

A PIFCO é uma subsidiária integral da Petrobras sediada nas *Ilhas Cayman*. Criada em 1997 com o objetivo de facilitar a importação de petróleo e equivalentes. Assim, o seu propósito principal consiste na intermediação entre a Petrobras e demais fornecedores de óleo, nas operações de compra e venda de petróleo e produtos derivados, tal como obter financiamentos com esse objetivo. As operações da PIFCO estão refletidas nos segmentos de negócios de abastecimento, exploração e produção e na área corporativa.

O rating em moeda estrangeira da Petrobras é dado para as emissões da PFICO. O que permite a subsidiária ter a mesma classificação da consolidada é o instrumento de garantia presente em todas as emissões – *Standby Purchase Agreement* (ou SPA).

O SPA garante que na falta de pagamento de juros e/ou principal pó parte da PFICO, a Petrobras é obrigada a honrar com as obrigações financeiras da subsidiária. Tal mecanismo faz com que a subsidiária tenha o mesmo rating da empresa integrada, dada a metodologia de classificação explicada nos capítulos 2 e 3.

7. Conclusão

A evolução dos indicadores da Petrobras nos períodos analisados é notória e aliada a nova metodologia de classificação que desvincula o risco das empresas GRI do risco do governo, possibilitaram a inclusão da Petrobras no grupo das empresas Investment Grade. O benefício do grau de investimento, entre outros, é a redução dos juros pagos nas emissões futuras o que impacta profundamente no custo de capital da empresa.

As agências classificadoras vem sinalizando um up-grade no rating do Brasil para o próximo ano. Caso ocorra, o fluxo de capitais para o Brasil aumentaria e como a Petrobras sendo a maior empresa brasileira ela seria fortemente beneficiada. Além de abrir possibilidade para futuras elevações na classificação da Petrobras.

Contudo, ainda existem alguns problemas estruturais com as finanças da Petrobras. O alto endividamento em moeda estrangeira é a principal preocupação das agências, pois ele impacta diretamente em mais de um importante indicador. Com exceção da dívida em moeda estrangeira, todos os outros indicadores estão em conformidade com as melhores empresas de petróleo do mundo. Outra preocupação é o valor a ser gasto com o novo plano de investimentos e como o montante necessário será captado.

Para solucionar o problema da dívida a Petrobras deve seguir o exemplo das *majors*. Aproveitando-se do ótimo momento em que elas estão, com elevadíssimos preços do Brent, a maioria das empresas fizeram maciças recompras de títulos e ações, o que enxugou as suas dívidas.

Concluindo, o momento em que vivemos é favorável à Petrobras. A sua inclusão no grupo de empresas com pouco risco trouxe grandes benefícios para a companhia, principalmente a possibilidade de captação de recursos “mais baratos”. Vale destacar, o ótimo desempenho da economia brasileira que em muito à favorece a Petrobras.

8. Bibliografia

<http://www.moodys.com/>

<http://www.standardandpoors.com/>

DAMODARAN, Aswath,. Investiment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. New York: Wiley, c1996. 519 p. ISBN 0471112135 (broch.)

EHRHARDT, Michael C. The search for value : measuring the company's **cost** of **capital** /. Boston : Harvard Business School, c1994. 232p. ISBN 0875843808 (enc.)