

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DO CURSO

EVOLUÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DE UMA EMPRESA DE CAPITAL ABERTO:  
O CASO DA EMBRAER

Maria Felicia Faust Bocayuva Cunha  
Matrícula: 9915488

Orientador: Fabrício Mello Rodrigues da Silva

DEZEMBRO 2002

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DO CURSO

EVOLUÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DE UMA EMPRESA DE CAPITAL ABERTO:  
O CASO DA EMBRAER

Maria Felicia Faust Bocayuva Cunha

Matrícula: 9915488

Orientador: Fabrício Mello Rodrigues da Silva

DEZEMBRO 2002

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

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

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos que contribuíram para a elaboração deste trabalho. Ao orientador, pelo incentivo e sugestões que me ajudaram na conclusão deste estudo.

Agradeço a meus pais e irmãs pelo carinho e atenção de sempre.

Agradeço aos funcionários do Banco BBA que me ajudaram na coleta de informações, além de me ajudarem a dirimir diversas dúvidas pertinentes ao assunto abordado.

Agradeço a todos meus amigos da faculdade de Economia pelo carinho e apoio ao longo destes quatro anos.

## ÍNDICE

<b>I - INTRODUÇÃO.....</b>	<b>5</b>
<b>II – A EMBRAER.....</b>	<b>8</b>
II-1 - Breve evolução.....	8
II-2 - Localização da empresa: no Brasil e no mundo.....	10
II-3. As aeronaves.....	12
II-4 - Resultados Financeiros da Empresa.....	13
<b>III - A DISPUTA COMERCIAL ENTRE A EMBRAER E A BOMBARDIER.....</b>	<b>17</b>
III-1 - A Bombardier: Histórico e Apresentação da Empresa.....	17
III-2 - A Organização Mundial do Comércio.....	19
III-3 - O cenário da disputa comercial.....	20
III-4 - O papel do PROEX - Programa de Financiamento às Exportações.....	22
III-5 - O cronograma da disputa comercial.....	23
<b>IV - AVALIAÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DA EMBRAER.....</b>	<b>26</b>
IV-1 – Considerações Iniciais.....	26
<i>IV – 2.1 – As Ações da Embraer.....</i>	<i>26</i>
<i>IV – 2.2 – Taxa de Câmbio.....</i>	<i>27</i>
IV-2 – Análise dos Preços das Ações.....	29
<i>IV – 2.1 – De empresa pública para privada.....</i>	<i>30</i>
<i>IV – 2.2 – Da recuperação para o sucesso.....</i>	<i>33</i>
<b>V – CONCLUSÃO.....</b>	<b>42</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>44</b>

## I. INTRODUÇÃO

A presente monografia visa estabelecer uma análise da evolução do preço das ações da Embraer a luz dos acontecimentos históricos do desenvolvimento da empresa, bem como ao longo da disputa com a canadense Bombardier na OMC – Organização Mundial do Comércio.

A Embraer atua no segmento de aeronaves de médio porte, regional, executivo e de defesa. Atualmente, a empresa está na liderança do ranking brasileiro de exportação. No atual cenário macroeconômico brasileiro, as exportações desempenham um papel fundamental, representando uma proporção de 13,36 % no PIB no ano de 2001 contra 7,42% em 1998. A balança comercial que fechou com um déficit de 7 bilhões de dólares em 1998, apresentou um superávit de 7 bilhões de dólares no final do terceiro trimestre de 2002. A melhora significativa da balança comercial é atribuída à depreciação real do taxa de câmbio. A primeira depreciação ocorreu em janeiro de 1999, atingindo uma desvalorização de até 28,23% no mês em função da perda das reservas cambiais. Esta tornou os bens brasileiros mais baratos, e conseqüentemente mais competitivos no exterior. E como os bens estrangeiros se tornaram mais caros, houve um deslocamento da demanda externa por bens domésticos.

O aumento das exportações e a redução das importações tiveram tal amplitude que mais do que compensaram o aumento do preço das importações. Porém este ajuste se deu ao longo dos anos, em 1999, as contas externas ainda apresentavam déficit, 1 bilhão de dólares. No ano 2000, a discrepância diminuiu, e o déficit passou a ser 7 milhões de dólares. Em 2001 a balança comercial fechou com um superávit de US\$2 bilhões. Em função destas contínuas desvalorizações, esperava-se um aumento ainda maior do volume de exportações. Tal expectativa tem sido frustrada pelo desaquecimento da economia mundial, com retração da demanda mundial, e com a queda dos preços internacionais. Outro fator de redução das exportações é a crise na economia da Argentina, importante mercado de produtos brasileiros. De janeiro a agosto deste ano, as vendas externas registraram redução de 6,5% em relação a 2001.

Este mercado de aeronaves de médio porte se comporta como um oligopólio, aonde poucas empresas atuam. Neste, destaca-se a importância das exportações, não somente o custo de produzir uma aeronave é alto, como o custo de criar um novo modelo competitivo que atenda a demanda do mercado é alto. Ademais, os potenciais clientes são restritos, e uma

aeronave é um bem durável de longo prazo. A empresa não terá lucros, restringindo-se ao mercado doméstico (principalmente no caso do Brasil), logo deve vender para o mercado internacional. Neste sentido, há uma demanda de subsídios para exportações, bem como para pesquisa e desenvolvimento. Neste contexto, surge a disputa comercial entre a Bombardier e a Embraer, que até o presente momento foi uma das maiores no âmbito da OMC. Quanto a esta organização, se pergunta se suas regras não foram concebidas em prol do benefício dos países ricos, da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE, e se seu processo decisório não tornou a resolução da disputa ainda mais difícil. A questão tomou proporção do nível que ambos países entraram numa guerra comercial, atingindo outros setores em prol do benefício de uma única indústria.

A empresa brasileira de aeronáutica, a Embraer, depois de privatizada, chegou a ocupar um lugar de vanguarda no mercado de uma indústria de alta tecnologia, tradicionalmente dominado por empresas com sede em países da OCDE. Na América Latina, uma empresa grande de propriedade privada orientada para as exportações é uma exceção. De fato a região constitui a coluna vertebral do mundo dos negócios, porém servem principalmente ao mercado interno e estão muito longe de liderar o mercado mundial nos seus respectivos setores de atividade. A Embraer neste sentido, é uma das poucas empresas na América Latina que ocupa esta posição e além do mais é mais rentável que sua principal concorrente a Bombardier.

A Embraer é uma companhia de capital aberto, esta está autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM a ter seus valores mobiliários (neste caso, ações) negociados junto ao público, tanto em bolsa de valores, quanto no mercado de balcão, organizado ou não. O objetivo básico da abertura de capital é a obtenção de recursos, sob a forma de capital. Além deste objetivo, a abertura de capital pode ser caracterizada como a possibilidade dos controladores de encontrarem liquidez para seus investimentos realizados na fundação e no crescimento da companhia.

Este estudo se divide em cinco partes. Além da introdução e da conclusão, foram escritos, três capítulos, dentro dos quais procurou-se apresentar as informações e dados colhidos de modo que atingíssemos os objetivos propostos que são a análise da evolução do preço das ações, o cenário em que a Embraer prosperou, e a importância da disputa comercial neste contexto.

O primeiro capítulo deste estudo procura apresentar a empresa, como e sob que aspectos ela foi criada, e demonstrar quais foram as bases que permitiram a empresa a assumir sua atual posição no mercado.

No segundo capítulo está demonstrado a questão da disputa comercial na OMC. Após apresentar brevemente sua concorrente canadense, a Bombardier, estão descritos todos aspectos da disputa bem como o cronograma dos acontecimentos. Os dois principais órgãos envolvidos, a OMC e o PROEX, foram destacados.

E por fim, o terceiro capítulo avalia a evolução histórica das ações da Embraer, utilizando como base as informações recolhidas nos outros dois capítulos, além da análise de variáveis relevantes como a taxa de juros.

## II - A EMBRAER

### II – 1. Breve evolução

No ranking mundial de fabricantes de aeronaves comerciais, a Empresa Brasileira de Aeronáutica – Embraer é a quarta maior. A liderança do segmento é da Boeing (USA). O 2º lugar é ocupado pela fabricante europeia Airbus, e o 3º lugar pertence à canadense Bombardier.<sup>1</sup>

Fundada em 29 de Julho de 1969 como empresa estatal de capital misto por meio do um decreto, o seu principal objetivo era promover o desenvolvimento da indústria aeronáutica e das atividades correlacionadas a esta no Brasil.

A mesma foi privatizada em dezembro de 1994, vendida por US\$ 146,7 milhões. Sua privatização se seguiu de um período de queda na produção, redução do pessoal e um prejuízo de aproximadamente US\$ 400 milhões no início da década de 90 em função do esgotamento de capacidade de investimento do governo.

No final dos anos 80, a Embraer já tinha sido atingida pela recessão mundial e pela decisão do governo em suspender as operações do FINEX<sup>2</sup>. Ademais, no mesmo período, o projeto da Embraer de fabricar uma aeronave da mesma linha que o EMB-120 para o segmento regional, porém de um porte menor, a CBA-123, em cooperação com a Fábrica Militar de Aviação - FAMA da Argentina resultou num fracasso. Conseqüentemente, a Embraer incorreu com custos mais altos de fabricação, já que parte destes seriam cobertos pela FAMA. Como o período de fabricação dos produtos desta indústria é longo, são necessários financiamentos de longo prazo. O fim do financiamento advindo do governo bem como os dispêndios com este novo projeto afetaram a gestão do fluxo de caixa, e a empresa acumulou dívidas de curto prazo. Neste período a Embraer fez frente a maior crise da sua existência até o presente momento.

Enquanto empresa privatizada, 45 % do seu controle acionário foi adquirido pelo consorcio formado pelos seguintes grupos. O primeiro é o Wasserstein Perella, companhia de investidores de Nova York. O segundo é o Grupo. Bozano Simonsen, um dos principais

---

<sup>1</sup> Fonte: Valor Econômico.

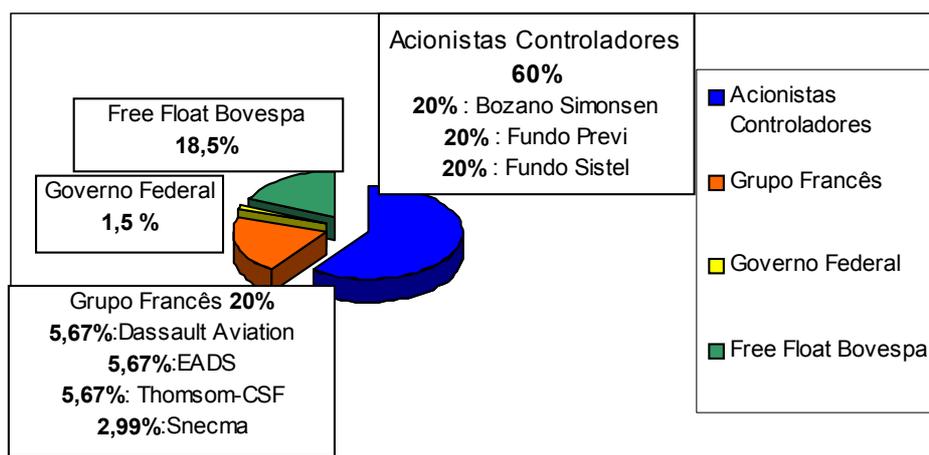
conglomerados brasileiros, com atuação nas áreas financeiras, de mineração, imobiliária, agrícola e industrial. O terceiro é a Caixa da Previdência Privada do Banco do Brasil – PREVI, uma instituição pioneira e o maior fundo de pensão do Brasil, com 125 mil associados e reservas de 12 bilhões de dólares, em junho de 1999. O último é a Fundação Telebrás de Seguridade Social – SISTEL, segundo maior fundo de pensão do Brasil, com cerca de 300 mil participantes e um capital de mais de US\$ 2,7 bilhões.

Em 1995, o grupo Bozano comprou a parte da companhia Wassertein Parella, esta não realizou o aporte de capital que havia acordado. Atualmente, a empresa em foco é controlada pelos três grupos de acionistas que detêm juntos 60% do seu capital votante.

Em novembro de 1999, a empresa fez uma aliança com empresas aeroespaciais européias líderes no setor também, a Dassault Aviation, a EADS, a Snecma e Thales, que adquiriram 20% do seu capital votante.

Depois da privatização, a Embraer deixa de ser sujeita a muitas interferências do governo. A mudança forçou a empresa a adaptar-se a um cenário novo em que a tecnologia variava rapidamente, e os ciclos produtivos mais curtos. Atualmente, o controle acionário da empresa está resumido na figura abaixo.

**Quadro I: Controle das ações da Embraer**



Fonte: [www.embraer.com.br](http://www.embraer.com.br)

<sup>2</sup> FINEX - Financiamento à Exportação.

A aliança mencionada acima alavancou o acesso da Embraer a novos mercados, assim como a aquisição de novas tecnologias e novos processos de fabricação. Neste sentido, houve um aumento da venda dos aviões militares em função de projetos conjuntos entre os industriais franceses e a Embraer neste setor, que representa atualmente 7% das receitas totais da empresa.<sup>3</sup>

De 1993 a 2000, a empresa recebeu num total de subsídios cerca de 142 milhões de reais. O Finamex, atualmente BNDES-Exim permite ao BNDES de financiar até 100% das exportações de bem de capital. O programa de estímulo às exportações (PROEX) administrado pelo Banco do Brasil é um programa que diminui até 3,5% os interesses advindos pelos créditos concedidos aos compradores de aviões brasileiros exportados. A idéia é anular o efeito do risco Brasil, que mede o risco de se fazer negócios no Brasil em função de vários fatores estruturais.

## **II – 2. Localização da empresa: no Brasil e no mundo**

Com mais de 30 anos de experiência em projeto, fabricação, comercialização e pós-venda, a empresa já entregou cerca de 5.500 aviões, considerando os segmentos de aviação comercial, militar e corporativa. Ela emprega atualmente mais de 11.000 funcionários na sede em São José dos Campos, a 90 km da capital Paulista, no coração do Vale do Paraíba, contribuindo também para geração de mais de 3.000 empregos indiretos. Esta unidade projeta e provê suporte para fabricação de aeronaves nos setores de defesa, comercial e executivo. Ademais, o município contribui para 3% do Produto Interno Bruto. Empresas transnacionais como Ericsson, Volkswagen, Ford e General Motors levantaram ali algumas das suas maiores plantas do mundo e atraíram indústrias de componentes e eletrônicas, das quais a Embraer também beneficia.

Além desta unidade, a empresa está situada em outros locais no mundo. Desde de janeiro de 2001, as atividades relacionadas à fabricação de ferramentas, tubos, solda e serralheria são desenvolvidas no município de Eugênio de Mello, São Paulo.

---

<sup>3</sup> GOLDSTEIN, Andréa; EMBRAER: de campeão nacional a jogador global; Agosto de 2002

Também no Estado de São Paulo, a unidade destinada às montagens finais de aeronaves dos setores corporativos e de defesa, assim como ensaio de vôos, está localizada no município de Gavião Peixoto e iniciou suas operações em outubro de 2001.

Dentre suas subsidiárias, a mais importante é a Industria Aeronáutica Neiva, situada também em São Paulo em Bocotu, e emprega cerca de 1.000 funcionários. Esta é responsável pela fabricação do EMB 120 Brasília, além de aeronaves leves como da família do ERJ 125 (segmento comercial).

A Embraer Libherr Equipamentos do Brasil S.A. - ELEB, na época chamada EDE, foi fundada em 1984, resultado da *joint venture* entre a Embraer e a Lieher, empresa alemã, que adquiriu 40% do capital da Embraer. Esta unidade também está localizada em São José dos Campos, e é responsável pelo fornecimento de trens de pouso e componentes hidráulicos de alguns jatos da família ERJ, além desta nova linha de jatos EMBRAER 170, 175, 190 e 195.(aeronaves do segmento comercial), cuja previsão de lançamento é meados de 2003. A ELEB se fusionou com as Órbitas Sistemas Aeroespaciais em novembro de 2000.

A empresa conta com subsidiárias e filiais fora do Brasil, como A *Embraer Aircraft Corporation* (EAC) nos Estados Unidos, e a *Embraer Aviation Internacional* (EAI) na França. Ambas unidades prestam assistência pós-venda aos produtos Embraer nos países de origem. A *Embraer Finance Ltd* – EFL localizada nos USA dá suporte para a compra de produtos aeronáuticos de fornecedores estrangeiros e serve como instrumento para a comercialização de aeronaves Embraer. A *Embraer Austrália*, localizada Melbourne, fundada em 1997, que prevê suportes no segmento de pós-venda.

### **II – 3. As aeronaves**

As aeronaves da empresa dividem-se em três grandes segmentos: comercial, militar e corporativo.

Na primeira área, a Embraer desenvolveu turboélices e jatos projetados para o mercado de aviação regional. O pioneiro é o EMB 120 Brasília para 30 passageiros com mais de 30 unidades vendidas em 13 países lançado em 1985.

A partir de 1989, a empresa começou a se aventurar neste setor de aviação que estava crescendo. O ERJ 145, cujo projeto estava estagnado até a privatização representou grande

êxito para empresa. Este beneficiou de ajuda do Banco Nacional de Desenvolvimento e Social - BNDES e da Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP pertencentes à Ciência e Tecnologia na ordem de 22% dos custos de produção.

Em fevereiro do mesmo ano, foi lançado o projeto até então mais ousado da empresa, o ERJ-70. Este aeronave visa também o mercado de jatos regionais, mais no segmento de 70-100 lugares. No caso da linha ERJ 170/190, os custos de produção são maiores (cerca de 850 milhões de dólares).

Atualmente, a Embraer vem desenvolvendo jatos como uma capacidade de até 108 passageiros (EMBRAER 195). A participação da empresa no setor de aeronaves é de 45%, esta prevê que com o lançamento destes novos jatos da família EMBRAER esta participação irá aumentar.

Já no segmento de defesa, a mesma desempenha um papel estratégico, cerca de 20 forças aéreas utilizam aeronaves desenvolvidas pela Embraer, no Brasil, mais de 50% da frota da Força Aérea Brasileira é formada por aeronaves produzidas pela Embraer. Estão sendo desenvolvidas novas aeronaves baseadas no ERJ 145 do segmento comercial devido a sua tecnologia de ponta, espera-se uma resposta positiva da demanda do mercado externo quanto a estes novos jatos.

Assim como neste setor, no segmento corporativo, desenvolvido mais recentemente e ainda em busca da conquista de mercados, a Embraer lançou o Legacy. O mesmo também baseado num jato da família ERJ, o ERJ 135. Este mercado de jatos executivos de médio porte mostrou grande receptividade quanto ao novo jato que beneficiou do desembolso de 100% dos seus custos de produção advindos do BNDES e do Finep.

## **II – 4.Resultados Financeiros da Empresa**

A eficiência da empresa se revela nos resultados. Ela encerrou o primeiro semestre de 2002 com uma receita líquida de R\$ 2.884,4 milhões e um lucro líquido de R\$ 342,8 milhões equivalente a um lucro por ação de R\$ 0,48193. Os pedidos em carteira totalizaram US\$ 23,8 bilhões, sendo US\$ 10,1 bilhões em ordens firmes e US\$ 13,7 bilhões em opções.

O quadro a seguir apresenta um comparativo das principais contas do DRE – Demonstrativo de Resultados, nos 1º e 2º trimestres de 2001, e 2002, e os resultados acumulados dos 1º semestres de cada ano.

**Quadro II: Comparativo dos Resultados dos anos de 2001 e 2002 (R\$ mil)**

Dados da Demonstração de Resultados	1º Trimestre		2º Trimestre		6 meses de	
	2002	2001	2002	2001	2002	2001
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
<i>Receita Líquida</i>	1.328,3	1.918,2	1.556,1	3.443,1	2.884,4	
<b>Lucro Bruto</b>	502,4	868,1	650,5	1.465,8	1.152,9	
Margem Bruta (%)	37,8	45,3	41,8	42,6	40,0	
Despesas Operacionais	(222,3)	(222,9)	(248,9)	(388,9)	(471,2)	
Participação nos Lucros	(15,1)	(48,2)	(15,6)	(58,6)	(30,7)	
<b>Lucro Operacional</b>	265,0	597,0	386,0	1.018,3	651,0	
Margem Operacional (%)	20,0	31,1	24,8	29,6	22,6	
Depreciação e amortização	37,0	48,1	43,5	92,1	80,5	
<b>EBITDA</b>	302,0	645,1	429,5	1.110,4	731,5	
Margem EBITDA (%)	22,7	33,6	27,6	32,3	25,4	
Receita Financeira	(Despesa) 7,8	55,7	3,7	102,4	11,5	
Variações Monetárias e Cambiais Líquidas	(24,7)	(149,9)	(193,3)	(310,3)	(218,0)	
Outras Receitas operacionais (Despesas)	(0,4)	(5,0)	(1,3)	(10,1)	(1,7)	
<b>Lucro antes dos impostos</b>	247,7	497,9	195,1	800,2	442,8	
Imposto Renda e CSSL	(70,1)	(158,4)	(26,7)	(240,7)	(96,8)	
Participação dos minoritários	(1,3)	(1,1)	(1,9)	(2,4)	(3,2)	
<b>Lucro Líquido</b>	176,3	338,4	166,5	557,1	342,8	
<b>Margem Líquida (%)</b>	13,3	17,6	10,7	16,2	11,9	
Quantidade de ações ao final do período (milhões)	710.713.042	621.312.874	711.345.093	621.312.874	711.345.093	
<i>Lucro por ação</i>	0,24815	0,54466	0,23406	0,89669	0,48190	

Fonte: www.embraer.com.br

Nos resultados apresentados acima, destaca-se uma queda da receita líquida do 2º trimestre de 2002 em relação ao 2º trimestre de 2001 em 18,9%, e analogamente uma queda da receita entre os primeiros 6 meses de cada ano. Esta resulta da redução da cadência de entregas de aeronaves para o mercado regional, ocorrida a partir de setembro de 2001. Entretanto, a receita líquida aumentou a decorrer deste ano em função de variáveis macroeconômicas, já que o número de aviões entregue foi o mesmo (vide quadro IV: entrega por mercados). Considerando que 96,6% da receita da empresa é denominada em dólares americanos, este aumento é resultado da desvalorização cambial de 22,4% no 2º trimestre contra 0,1% no 1º trimestre.

Esta desvalorização terá um efeito similar sobre o Custo dos Produtos Vendidos, que sofreu uma redução de 12,4% neste semestre em relação ao do ano anterior. Nota-se também que a margem bruta atingiu 40% neste semestre, comparada a 42,6% registrada no 1º semestre de 2001. Dado o período entre a aquisição dos equipamentos e a entrega da aeronave, que é de aproximadamente 4,5 meses, há um efeito significativo da diferença entre o dólar de compra da matéria prima e o dólar de registro da entrega da aeronave no atual cenário macroeconômico.

O lucro operacional, antes das receitas e despesas financeiras e incluindo-se a provisão de participação dos empregados nos lucros e resultados e a equivalência patrimonial no 2º trimestre de 2002, foi de R\$ 386,0 milhões, menor que o lucro operacional apurado em igual período de 2001, de R\$ 597,0 milhões. Ao compararmos os dois trimestres de 2002, nota-se um aumento de 45,7%. Estas variações resultam da variação do lucro bruto em função das desvalorizações cambiais conforme explicado acima.

A diminuição da margem EBITDA – Earnings Before Interest Taxes Depreciation e Amortization no 2º trimestre de 2002 quando comparada a igual período do ano anterior é reflexo da diminuição da margem bruta no período, conforme já explicado, e do aumento das outras despesas operacionais. O EBITDA (R\$ mil) no 2º Trimestre de 2002 foi 42,2% superior ao EBITDA do 1º Trimestre de 2002 (de R\$ 302,0 milhões), sendo que a margem EBITDA (%) foi 4,9 pontos percentuais maior que a margem apurada no 1º trimestre de 2002 (de 22,7%).

Por fim, nos primeiros seis meses de 2002 o lucro líquido apurado foi de R\$ 342,8 milhões representando uma margem líquida de 11,9%, enquanto o lucro líquido apurado em

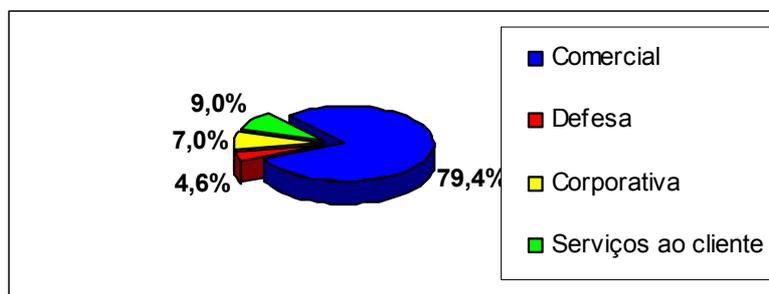
igual período de 2001 foi de R\$ 557,1 milhões e a margem de 16,2%. Segundo a edição especial de julho de 2002 da revista Exame “Maiores e Melhores”, a Embraer está classificada no ranking de maior lucro líquido ajustado como a quarta maior empresa, depois da Petrobrás, Vale do Rio Doce, e Telefônica SP.

### Quadro III: Entrega de aeronaves por mercado

Entregas por Mercado	2T01	3T01	4T01	1T02	2T02	6 meses de	
						2001	2002
<b>Comercial</b>	44	38	31	29	28	86	57
ERJ 135	4	7	2	1	-	18	1
ERJ 145	39	22	15	18	18	67	36
ERJ 140	-	8	14	10	10	-	20
EMB 120	1	1	-	-	-	1	-
<b>Corporativo</b>	e						
Defesa	1	4	3	1	2	1	3
Legacy Executivo	-	-	-	-	2	-	2
EMB 135	1	4	2	-	-	1	-
EMB 145	-	-	1	1	-	-	1
<b>Total</b>	45	42	34	30	30	87	60

Fonte: [www.embraer.com.br](http://www.embraer.com.br)

Além das entregas de jatos, a composição da receita líquida consolida as vendas de peças de reposição e serviços e vendas ao mercado de defesa. O gráfico a seguir mostra a participação de cada segmento na receita líquida no 2º trimestre de 2002. O segmento de aviação comercial representou 79,4%, a aviação de defesa 4,6%, a aviação corporativa 7,0% e serviços ao cliente 9,0% do total da receita líquida.

**Quadro IV: Receita líquida por segmento**

Fonte: [www.embraer.com.br](http://www.embraer.com.br)

Dois setores ganharam importância como proporção da receita líquida da empresa. O primeiro foi o segmento de aviação corporativa em função das duas primeiras entregas realizadas do Legacy, em sua versão executiva. A receita advinda do mercado de aviação corporativa foi de R\$ 108,5 milhões, que representou 7% da receita total da empresa. Já o segundo foi o segmento de serviços ao cliente. O forte crescimento deste foi principalmente devido à aquisição da unidade de manutenção de aeronaves e componentes, que passou a ser denominada de Embraer Aircraft Maintenance Services (EAMS), localizada em Nashville-Tennessee.

### **III - A DISPUTA COMERCIAL ENTRE A EMBRAER E A BOMBARDIER**

#### **III-1 - A Bombardier: Histórico e Apresentação da Empresa**

A história da Bombardier é completamente diferente da Embraer. Desde de 1996, a primeira é uma das empresas de um grupo que se apresenta bem consolidado no mercado em todos suas áreas de atuação. Além de atuar no setor de aeronaves, a empresa atua em setores diversificados. No setor de transporte, ela fabrica veículos sobre trilhos, cria sistemas de controle ferroviário, além de outros produtos. Na área de produtos recreativos, a empresa fabrica barcos, moto sobre neve e água. Por último, nos dois outros ramos ela presta serviços para as outras. A Bombardier Internacional, e a Bombardier Capital são empresas associadas a Bombardier Aeronaves, Transporte e Produtos Recreativos. A primeira tem como objetivo acelerar o crescimento destas nas regiões onde ainda estão pouco desenvolvidas, outras que não sejam a América do Norte e a Europa. Já a segunda, presta serviços de financiamento para compra de produtos fabricados por estas.

Cada unidade tem um centro administrativo independente, mesmo assim elas podem operar em conjunto. A Bombardier Aeronaves denominada aqui Bombardier será o objeto do nosso estudo. Esta, assim como a Embraer fabrica aeronaves para os segmentos regionais, executivos, de defesa. Um fator de diferenciação entre as empresas aqui comparadas, é que a Bombardier também fabrica aeronaves anfíbias.

Ela é atualmente a terceira maior fabricante de aeronaves. Os numero de pessoas empregadas no grupo das 5 empresas registrados em janeiro de 2002 foi de 74.879 contra 32.766 para a Bombardier Aeronáutica. Quanto às vendas, o grupo fechou o segundo trimestre de 2002, com um montante de 5,7 bilhões de dólares canadenses, e a empresa aqui apresentada totalizou no mesmo período, vendas no valor 2,7 bilhões de dólares canadenses. Vale ressaltar que a participação nas vendas da empresa do ramo de aeronaves no grupo como um todo foi de aproximadamente 47 %.

O setor de aeronaves hoje é considerado um setor alvo pela “Technology Partnerships Canadá” - TPC. Neste sentido, ele subsidia em cerca de 25-30% a construção de cada produto novo. O governo também provê fundos para o incentivo das vendas. E para incentivar a

criação de novos produtos, estas empresas beneficiam de reembolsos nos dispêndios na área de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) na ordem de 30 centavos por dólar gasto.

Dente os incentivos do governo para prover fundos para Bombardier, destacam-se dois principais. O primeiro é criar um mercado em torno da empresa. De modo que o processo de produção envolva os fabricantes da região, criando um mercado de matérias primas que supra as necessidades da Bombardier.

E a segunda, advém da necessidade de atrair empresas estrangeiras neste processo de produção. De um lado, os arranjos são factíveis dado o aspecto positivo decorrente dos ganhos de vendas no mercado externo. Mas por outro lado, como os custos de escala são crescentes devido à sofisticada tecnologia aplicada, a firma que se torna parceira incorre com os riscos do mercado.

Ambos objetivos foram alcançados. Primeiramente, o eixo Toronto-Montreal se tornou um eixo de atividade aeroespacial. A Bombardier se tornou a campeã industrial de Quebec, aproveitando do atraso industrial desta província. O grupo como um todo foi criado na década de 70. Porém a Bombardier Aeronaves se consolidou quando a mesma comprou do estado o principal jato executivo, o Canadair. A venda deste permitiu ao estado de quitar sua dívida adquirida em função dos altos custos de fabricação da aeronave

Paralelamente, a empresa aqui descrita emergiu no mercado em função das inúmeras aquisições que ela obteve desde de 1986. Em 1989, ela adquire uma empresa pioneira no setor, a “Short Brother” da Irlanda do Norte, fabricante de aviões militares, de peças para aviões e sistemas de defesa. Em 1992, ela adquiriu 49% do capital votante a Canadense Havilland, fabricante de aeronaves de transporte regional. E em 1997, a Bombardier compra os interesses da AMR Combs no programa Flexjet. Este programa tinha sido criado como resultado de uma parceria entre as duas empresas dois anos antes

Enfim, todos os esforços e as estratégias do governo e da “Technology Partnerships Canadá” tiveram retorno. A empresa se consolidou no mercado com a associação e compra de parceiros estrangeiros. A Bombardier se tornou uma empresa de sucesso no Canadá por instaurar as bases para uma capacidade industrial para o país. Atualmente, a empresa tem suas ações negociadas nas bolsas de Montreal, Toronto e Francfort. Nas duas primeiras, ela está inscrita desde 1969. Ademais, possui filiais no mundo, assim como a Lufthansa Bombardier Serviços Aeronáuticos na Europa desde 1997.

### **III-2 - A Organização Mundial do Comércio**

Para avaliar a disputa comercial entre a Embraer e a Bombardier, é necessário descrever o principal órgão envolvido, a Organização Mundial do Comércio (OMC). Uma apresentação breve desta bem como seus efeitos de atuação serão apresentados nesta seção.

O papel da OMC neste processo foi colocado a prova e se questiona a eficiência dos efeitos da sua atuação. As regras da OMC incentivam os governos de subsidiarem indústria de grande porte tais como a aérea? A operação do processo de disputa da OMC é alterada no caso de disputa comercial?

Nas regras da OMC, define-se um subsídio como uma contribuição financeira do estado que é transferida sobre as diversas formas apresentadas a seguir: transferências de fundos ou de dívidas; rendimentos antecipados (taxa de crédito), provisão de bens e serviços outros além dos necessários para manter a infra-estrutura. Ou por fim, transmissão da confiança a um corpo privado para conduzir os mecanismos apresentados acima. Ademais, o subsídio precisa também ser direcionado especificamente para uma determinada empresa ou indústria.

Os mecanismos de regulação da OMC são complexos, entretanto não proíbem os subsídios. Existem três categorias possíveis de subsídio num contrato: proibitivos, acionáveis (ou reclamáveis), e permitidos. Os primeiros incluem todos os tipos de subsídios de exportação ou aqueles que tem efeitos discriminativos em relação aos bens importados. Os subsídios acionáveis são permitidos quando não causam injúrias para os outros membros da OMC. E por último, os permitidos são não reclamáveis, podem ser tanto específicos ou não. Esta categoria engloba os subsídios específicos para pesquisa industrial ou referente a atividades de desenvolvimento pré-competitivo, assistência para regiões em desvantagens, ou algum tipo de assistência para adaptar aparatos já existentes a novos requerimentos relativos ao meio ambiente estipulado por nova lei ou regulação.

As leis da OMC quanto aos subsídios foram desenhadas com o objetivo de oferecer incentivos para o estado de modo a desenvolver a capacidade de inovação da economia.

Uma segunda característica do processo de ajuste da OMC é sua rigidez. O processo é compreendido como compreensivo, rápido e obrigatório. É compreensivo no sentido que é coerente com todos os acordos da OMC. Nenhuma das partes pode escapar do processo

alegando exceção ou forum-shopping. Adicionalmente, são delimitados o tempo máximo de negociação. Neste sentido, as negociações não se arrastam por anos, colocando a prova a credibilidade do sistema. Idealmente, uma disputa não pode exceder 18 meses para ser resolvida. Quando o processo é finalizado, o Conselho muda sua decisão no caso de um consenso questionar a tomada de decisão. Este processo se opõe ao GATT na medida que neste um só estado pode reivindicar a tomada de decisão. Um membro da OMC tem obrigação de estar conforme as regras da OMC, de acordo com os artigos da regulação.

Tanto o Canadá quanto o Brasil questionaram o painel de decisão e entraram com processos legais de modo que estes sejam revistos. A OMC incentiva os países a usarem o processo dela para resolver as questões da disputa amigavelmente. Consultar a organização é importante, pois se os países tiverem iniciativas individuais, a soberania da instituição estaria sendo colocada em questão. Logo é do interesse da OMC de colocar no painel restrições judiciais. A atividade vigorosa da instituição ao invés de reforçar o sistema de troca, pode fazer o país optar por uma política doméstica em prol de preservar a política econômica espacial, o que incorre num paradoxo.

### **III-3 - O cenário da disputa comercial**

Desde de 1998, a Organização Mundial do Comércio (OMC) abriu 3 processos contra o Programa de Financiamento à Exportações - PROEX sob acusação de ilegalidade. Este é um programa instituído pelo Governo Federal que objetiva proporcionar às exportações brasileiras condições de financiamento equivalentes às do mercado internacional.

Em maio de 2000, ocorreu uma das maiores disputas na história da Organização Mundial do Comércio em função da recusa do PROEX de eliminar os subsídios ao setor aéreo. O ataque canadense se definiu no corte das relações comerciais. Em grande parte, os produtos da pauta das exportações brasileiras que foram afetados são carne, frutas, legumes, café, madeira, sapatos, têxtil, aço e maquinaria.

A disputa eclodiu em fevereiro de 2000, quando o Canadá parou de importar carne brasileira sob o pretexto que a carne estava intoxicada por doenças da “vaca louca”. Muitos analistas alegaram que o Canadá estava usando esta questão da carne para pressionar o Brasil para suspender os subsídios as aeronaves.

Ambos países se engajaram numa guerra comercial com objetivo de beneficiar uma única firma, porém as conseqüências eram amplas. Até o início da disputa comercial, Brasil e o Canadá eram parceiros comerciais sem nunca ter incorrido em nenhuma disputa. Ambos são membros do Grupo Cairns formado pelos maiores exportadores de produtos agrícolas. Dentre os países aonde o Canadá investe, o Brasil está classificado em sétimo no ranking. Ademais, o Brasil é o maior mercado exportador na América do Sul do Canadá.

O cenário para a disputa comercial entre a Embraer e a Bombardier era propício. A década de 90 foi caracterizada pelo surgimento de um novo mercado aéreo, aonde a demanda por jatos regionais, que voem trechos inferiores a 1000 km e com um tempo médio de aproximadamente uma hora, aumentou. O boom das vendas, entre outros motivos, é explicado pela preferência dos passageiros por essas aeronaves que são mais velozes, mais versáteis, menos barulhentas e turbulentas que outras.

As duas companhias desenvolveram modelos de aeronaves para competir neste mercado de aeronaves civis. A Embraer começou com seu projeto do ERJ-145 no início da década de 90, que se acelerou e ficou pronto depois da privatização. E paralelamente, a Bombardier começou a produzir o CRJ-200. Este aeronave comparada à similar da empresa brasileira é mais rápida, mais pesada, e 15% mais cara de operar. De acordo com experts da indústria, o ERJ é superior em termos de integração aviônica e menos barulhento, enquanto o CRJ pode ser usado em aeroportos sem estrutura. Ao nível de vendas, a Bombardier demorou sete anos para vender o mesmo numero de CRJ-200.

Ademais esta industria incorre em grandes riscos, aonde destaca-se a dependência de um numero reduzido de clientes chaves tais como Continental Express, American Eagle e Crossair, e a concorrência da Boeing e da Airbus.

Um dos motivos que alavancaram esta guerra comercial entre o Canadá e o Brasil, no ano de 2000, foi o numero de encomendas de aeronaves da Embraer. Esta fechou o ano de 2000 com encomendas de 378 aviões, enquanto que sua inimiga Bombardier, efetuou no ano, 139 encomendas.

O crescimento vertiginoso da Embraer na disputa pelo 3º lugar do ranking mundial, tem ocasionado incômodo na concorrente Bombardier foi um dos motivos pelo qual a canadense acusou o Brasil de subsidiar as suas aeronaves..

Mesmo com a condenação do Brasil no caso do financiamento das exportações por meio do programa PROEX, em agosto de 1999, o governo canadense não ficou satisfeito. Entretanto, a mudança das regras do PROEX não evitou que a Embraer efetivasse o dobro dos pedidos formais no ano 2000.

Por estar mais consolidada no mercado internacional, a fabricante canadense possui vantagens industriais em relação à concorrente brasileira. Com maior parque fabril, a Bombardier entregou no ano 2000, 370 aeronaves, enquanto a Embraer entregou no mesmo ano 160 aeronaves. A capacidade de produção da Embraer é de 16 unidades mensais. Essa é a razão para que as vendas da Bombardier sejam superiores à da Embraer. Em 1999, as vendas da Bombardier totalizaram US\$ 5,2 bilhões e da Embraer totalizaram US\$ 1,8 bilhão. A participação das exportações de aeronaves no faturamento da Bombardier é de 90% enquanto na Embraer é de 95%.

Nas conquistas de novos mercados principalmente na Ásia e África, a disputa entre as 2 empresas torna-se cada vez mais acirrada. A Bombardier já possui uma presença significativa no mercado asiático. Entretanto, a entrada da Embraer no mercado asiático tem incomodado muito a fabricante Canadense. A Embraer entrou na China, recentemente, fechando contrato de venda com a Sichuan Air Lines, que adquiriu 5 aviões ERJ 145, totalizando US\$100 milhões. O mercado chinês é um grande mercado de teste para aviões da Embraer. Devido as dimensões continentais do país, há um grande crescimento no mercado de aviação regional da China. Da onde ainda poderão surgir novas batalhas aéreas entre a Bombardier e a Embraer.

#### **III-4 - O papel do PROEX - Programa de Financiamento às Exportações**

O PROEX prevê a concessão de financiamento ao exportador (supplier's credit), bem como financiamento ao importador (buyer's credit). Na primeira situação, o exportador, depois de contratada a venda externa com o importador, embarca suas mercadorias ou fatura os serviços, emite os documentos de créditos (letra de câmbio, notas promissórias, cartas de fiança, cartas de crédito) correspondentes ao principal e juros e, após a constituição das garantias, os refinancia junto ao Banco do Brasil (descontos/cessão de direitos creditórios). E, na segunda situação, o exportador contrata a venda externa com uma entidade pública de outro

país e o financiado, na medida em que recebe o bem ou o serviço contratado, autoriza o crédito na conta do exportador.

O financiamento é realizado exclusivamente pelo Banco do Brasil com recursos do Tesouro Nacional. Neste caso, o PROEX pode financiar até 85% do valor da exportação e oferece o prazo de até 10 (dez) anos nas exportações de bens, e, nas exportações de serviços o prazo é decidido caso a caso pelo Comitê de Crédito às Exportações - CCEX. A amortização do financiamento é feita pelo importador em prestações iguais e sucessivas, vencíveis semestralmente.

Entretanto, a equalização é realizada pelas instituições financeiras, na qual o PROEX assume parte dos encargos financeiros, tornando-os compatíveis com os praticados no mercado internacional. Ele pode financiar até 100% e a única exigência é que o pagamento dos juros seja semestral, vencendo-se a primeira parcela depois de decorridos 6 meses do embarque da mercadoria, não podendo haver carência de juros.

### **III-5 - O cronograma da disputa comercial**

A disputa entre os dois países começou em 1996, quando a Bombardier pediu que o governo do Canadá questionasse o apoio do Brasil a Embraer, por meio do PROEX. O resultado foi a decisão da OMC de autorizar o Canadá a retaliar o país em US\$ 1,4 bilhão.<sup>4</sup>

Em resposta, o Brasil apresentou em março de 1997 uma reclamação que o Canadá estava subsidiando a exportação de aeronaves do segmento regional. O painel da OMC apresentou que o fundo de pesquisa da “Technology Partnerships Canadá” e o “Canada Account”, fundo destinado ao financiamento de exportações, eram inconsistentes com as regras da OMC de subsídio, mas rejeitou a reclamação do Brasil que tais subsídios consistiam em subsídios de exportações.

Em janeiro de 1988, num encontro entre os representantes dos dois países, o primeiro ministro Crétien, e o Presidente Fernando Henrique Cardoso, decidiram estabelecer um acordo bilateral que esteja em conformidade com as regras da OMC. Os principais tópicos a serem discutidos eram o financiamento às exportações a luz do modelo de concessões da

---

<sup>4</sup> Estado de São Paulo, 2001.

“Organization of Economic Corporation and Development – OECD”, os passos para a resolução no caso de uma disputa incluindo consultas, e a possibilidade de recorrer à um monitor neutro e independente. E por fim, a possibilidade de fazer consultas a respeito da consistência das regras da OMC com programas domésticos a serem implantados.

Foi delimitado para a negociação e a finalização do acordo um prazo de dois meses a partir de maio do mesmo ano. Porém as negociações foram se arrastando durante anos, até eclodir a disputa em maio de 2000.

Em julho de 1998, ambos países solicitam abertura de painéis na OMC. O Brasil contra o EDC e o Canadá contra o PROEX. Em março e abril de 1999, o painel de apelação afirmou respectivamente que o Canadá tinha que suspender alguns subsídios à Bombardier, e o PROEX continua violando a legalidade.

Neste entre tempo, ambos países apelaram para revisão dos painéis alegando que estes estavam errados segundo as regras do ASCM – Agreement on Subsidies and Countervailing Measures. Porém no dia 2 de Agosto de 1999, o corpo de apelação jurídica mediante os argumentos de ambos países, além dos Estados Unidos, e da Europa reafirmou os resultados dos painéis já encontrados.

Em novembro de 1999, ambas partes acordam a cumprir de abrir novas investigações de modo a assegurar a conformidade com as decisões dos painéis anteriores. Entretanto, em maio de 2000, a OMC anuncia que a Embraer não pode continuar suas vendas baseadas no PROEX. Até que haja um acordo bilateral, a Bombardier adquiriu um direito de mercadorias até 230 milhões de dólares provenientes do Brasil.

Em janeiro de 2001, usando os fundos do Canada Account, Ottawa financiou a aquisição a de 75 aeronaves regionais da Bombardier no valor de US\$ 1,75 bilhões para Air Wisconsin, proporcionando um desconto de aproximadamente US\$ 2 milhões por unidade.<sup>5</sup>

As condições de financiamento eram similares ao do PROEX, porém a companhia aérea assinou um contrato com a Bombardier. O processo de arbitragem do órgão regulador do comércio neste momento pode ser colocado a prova à medida que as autoridades Canadenses alegaram que este tipo de acordo estava em conformidade com as regras da organização.

---

<sup>5</sup> Estado de São Paulo, 2001.

Além das vendas a Air Wisconsin, três programas canadenses serão avaliados pelos árbitros da OMC: o Canada Account, a Corporação de Apoio às Exportações e o apoio do governo da província de Quebec.

Em outubro de 2001, a OMC permitiu a continuação do financiamento aos três órgãos mencionados acima. Entretanto, em fevereiro de 2002, EDC é acusado de prestar subsídios as exportações, e tem um prazo de 90 dias para suspende-lo.

## **IV - AVALIAÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DA EMBRAER**

### **IV-1 – Considerações Iniciais**

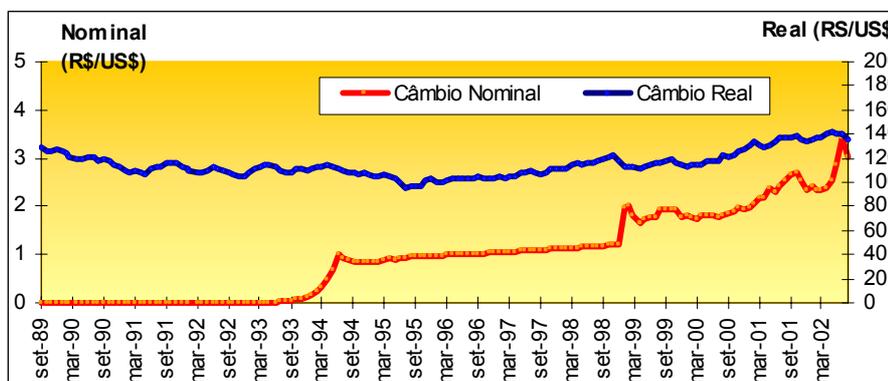
#### *IV – 2.1 – As Ações da Embraer*

A Embraer negocia suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Tais ações estão classificadas em duas categorias: Ordinárias (EMBR3) e Preferenciais (EMBR4). As primeiras dão direito à voto, já as segundas não dão direito à voto mas os detentores destas ganham 10% a mais do que as ações ordinárias (ON) na distribuição dos resultados, e têm preferência no recebimento dos dividendos. O Administrador das ações da Embraer é o Banco Itaú S.A, localizado em São Paulo.

A empresa também está listada na Bolsa de Nova York (NYSE), dentro do programa de ADR nível III, recibos através das quais ações de companhias abertas são negociadas nos mercados de bolsa e de balcão dos EUA, sob o símbolo de ERJ. Cada ADR é composto de 4 ações preferenciais. O JPMorgan é banco depositário dos ADR's Embraer.

Para analisar a evolução dos preços das ações negociadas no Brasil, é necessário converte-las em dólar de modo a expurgar a influência das oscilações da taxa de câmbio nestas. O preço das ações em dólar reflete com mais transparência como esta cotação é influenciada por acontecimentos históricos, tais como a situação econômica do país, a disputa com a Bombardier, e a performance da empresa. Dado que 95% do seu produto é exportado, as mudanças quanto às expectativas da economia brasileira não afetam muito sua performance, mas naturalmente ela é afetada pelas expectativas da economia mundial. Entretanto uma vantagem que os investidores destacam é o fato da empresa não ser atingida por expectativas de curto prazo, já que a decisão de comprar um avião é de longo prazo. Existe um intervalo de 24 meses entre o pedido e a entrega. Num primeiro tempo, iremos analisar os gráficos de taxas de câmbio, nominal bem como a real, e destacar as principais oscilações destas variáveis, bem como a diferença entre as duas. Num segundo tempo, será avaliada a variação do preço da ação a luz da evolução das principais contas do balanço ao longo do período projetado e dos principais eventos destacados ao longo do presente trabalho.

## IV – 2.2 – Taxa de Câmbio

**Gráfico 1: Taxa de Câmbio Nominal X Taxa de Câmbio Real (R\$/US\$)**

A taxa de câmbio nominal<sup>6</sup> determina o preço do dólar em reais. No período de setembro de 1989 a outubro de 2002, nota-se três grandes inflexões na curva de câmbio nominal.

A primeira se refere a junho de 1994, a implantação do plano real, que fez parte do programa de estabilização lançado por Fernando Henrique Cardoso. Este foi formado por dois componentes básicos, um de curto prazo, visando alcançar a estabilidade dos preços reduzindo a inflação, e outro de longo prazo, visando permitir a manutenção desta estabilidade. O plano real deu origem a uma nova moeda mais forte, denominada Real. Esta moeda estaria indexada ao dólar, de modo que ocorreu uma depreciação nominal da taxa de câmbio para atingir uma paridade de R\$ 1 para US\$ 1. O ajuste foi progressivo desde de janeiro de 1994, neste sentido a moeda depreciou cerca de 500% neste período. Nota-se que neste mesmo intervalo, a inflação<sup>7</sup> reduziu cerca de 500% também resultado da implantação do ajuste fiscal de curto prazo complementado pela “superindexação” através da indução ao uso da URV como unidade de referência. Em julho de 1994, o real foi colocado em circulação.

A segunda se refere a desvalorização cambial em janeiro de 1999. Esta se deu essencialmente pela exaustão das reservas cambiais que até então sustentavam o real

<sup>6</sup> A serie de taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) utilizada foi a comercial venda, média diária disponível em IPEADATA (www.ipeadata.gov.br).

<sup>7</sup> A taxa de inflação aqui mencionada é uma média do IPCA e do IGPM. Ambas series foram encontradas no IPEADATA.

praticamente em paridade com o dólar. Os meses que seguiram este acontecimento foram marcados pelo aumento da inflação. Este período é caracterizado pelo um “overshooting” da taxa de câmbio, ou seja a taxa de câmbio cai mais no curto prazo do que no longo prazo, em função da medida tomada pelo governo em reduzir a taxa de juros. Entretanto no ano, a meta quanto a inflação foi alcançada.

Nota-se uma depreciação do câmbio em torno de setembro de 2001, o que resulta dos atentados terroristas, que geram uma estabilidade da economia mundial. Podemos perceber que se trata de um evento externo já que alguns meses posteriores a este acontecimento, o câmbio retomou o seu patamar anterior.

Por fim, fatos recentes destacam-se neste gráfico, a depreciação do real desde de maio de 2002. O câmbio que estava estabilizado entre 2 R\$/US\$ e 2,5 R\$/US\$ chegou a atingir quase 4 R\$/US\$ em setembro de 2002. Esta desvalorização foi resultado de uma crise mundial, em função dos atentados do dia 11 de setembro e 2001, e um desaquecimento da economia como um todo. Neste sentido, o mercado caracteriza-se como uma tendência de aversão ao risco principalmente em relação aos países emergentes. Por outro lado, o momento também é reflexo deste período de incerteza quanto ao novo presidente eleito, o que resultou numa retração do capital estrangeiro no Brasil.

A taxa real de câmbio<sup>8</sup> determina os preços dos bens brasileiros em termos de bens americanos. Para encontramos a taxa de câmbio real, é necessário deflacioná-las por índices de preços de bens e serviços de cada economia.

A taxa de câmbio real sempre se encontra mais alta do que a taxa de câmbio nominal (vide unidades dos eixos y). Desde de 1998, a inflação nos Estados unidos é menor do que no Brasil de modo que o nível de preços americanos aumentou mais lentamente que o nível de preços brasileiros. Em 1994, com a implantação do Plano Real, a conjugação da apreciação cambial - e a severa concorrência daí resultante – permitiu que os preços do *tradables* fossem rigidamente contidos, dando efetividade à ancora cambial no controle da inflação. Logo a relação entre os deflatores aumentou ao longo dos anos.

---

<sup>8</sup> Taxa de Câmbio Real, disponível em [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

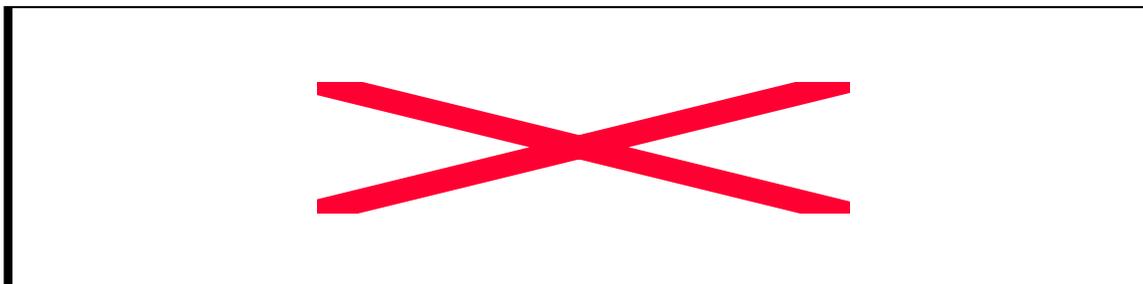
## IV-2 – Análise dos Preços das Ações

Ao observarmos a evolução dos preços das ações da empresa aqui avaliada, percebemos dois fatores importantes: somente a partir do ano de 1998, as ações passam a ter mais liquidez, e a serem mais valorizadas no mercado. Este marco na história da empresa é sustentado pelos eventos que ocorreram ao longo destes anos. Mesmo a empresa sendo privatizada em 1994, o ano de 1998 foi o início de uma trajetória de sucesso para empresa. Neste sentido, a análise será dividida em dois períodos, o primeiro de setembro de 1989, a dezembro de 1997, e o segundo de janeiro de 1998 a outubro de 2002. Vale ressaltar que disponibilizamos dos dados da empresa de 1989 até 2002, somente para a EMBR4, a ação preferencial. Para a ordinária (EMBR3), e para o ADR (ERJ), o período analisado será menor, porém observaremos que as tendências são muito parecidas para os três papéis.

Além dos eventos históricos levantados ao longo do presente trabalho, os dados da empresa também serão utilizados para fundamentar as conclusões quanto as tendências dos papéis da empresa. O quadro abaixo destaca os principais números referentes a períodos trimestrais da empresa de 1995 a 2002. O final do período está marcado no gráfico conforme os números da primeira linha da tabela.

### Quadro V: Evolução Das Principais Contas do Balanço da Embraer em R\$ Mil

<b>Pontos do gráfico</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Data / Tipo do Demonstrativo Financeiro</b>	<b>DFP 31/12/1995</b>	<b>ITR 30/06/1996</b>	<b>DFP 30/09/1996</b>	<b>ITR 31/12/1996</b>	<b>ITR 31/03/1997</b>	<b>DFP 30/06/1997</b>
Patrimônio Líquido	182.828	108.553	151.526	136.895	87.127	50.309
Receita Líquida	335.787	118.034	189.864	382.981	90.192	284.232
Resultado Bruto	64.211	20.199	32.957	79.918	21.671	63.590
Despesa / Receita Financeira	(107.888)	(46.798)	(70.343)	(176.798)	(23.070)	(55.545)
Resultado Operacional	(230.830)	(73.397)	(81.275)	(101.043)	(46.348)	(90.484)
<b>Lucro/Prejuízo Líquido</b>	<b>(291.996)</b>	<b>(86.961)</b>	<b>(98.988)</b>	<b>(123.094)</b>	<b>(49.768)</b>	<b>(92.909)</b>



(\*)

Pontos do gráfico	13	14	15	16	17	18	19
Data / Tipo do Demonstrativo Financeiro	ITR 31/03/1999	ITR 30/06/1999	ITR 30/09/1999	DFP 31/12/1999	ITR 31/03/2000	ITR 30/06/2000	ITR 30/09/2000
Patrimônio Líquido	433.000	507.090	557.347	697.106	794.266	817.493	1.424.668
Receita Líquida	594.933	1.367.614	2.415.816	3.366.612	1.032.488	2.219.936	3.609.634
Resultado Bruto	185.008	380.707	698.452	975.338	300.397	643.365	1.114.217
Despesa / Receita Financeira	(112.043)	(170.539)	(295.277)	(234.644)	(31.791)	(112.043)	(176.002)
Resultado Operacional	16.991	71.076	173.969	390.359	150.103	284.771	544.863
<b>Lucro/Prejuízo Líquido</b>	<b>15.126</b>	<b>98.765</b>	<b>185.810</b>	<b>412.152</b>	<b>97.559</b>	<b>210.427</b>	<b>398.621</b>

Pontos do gráfico	20	21	22	23	24	25	26
Data / Tipo do Demonstrativo Financeiro	DFP 31/12/2000	ITR 31/03/2001	ITR 30/06/2001	ITR 30/09/2001	ITR 31/12/2001	ITR 31/03/2002	ITR 30/06/2002
Patrimônio Líquido	1.538.726	1.732.744	2.072.213	2.317.821	2.456.867	2.576.576	2.686.808
Receita Líquida	5.099.349	1.524.912	3.433.089	5.413.722	6.890.661	1.328.325	2.884.434
Resultado Bruto	1.588.371	602.991	1.472.429	2.346.031	2.864.758	502.435	1.152.864
Despesa / Receita Financeira	(208.191)	(148.531)	(285.101)	(590.503)	(479.017)	(76.970)	(327.255)
Resultado Operacional	818.460	283.180	791.789	1.103.631	1.549.951	203.090	342.820
<b>Lucro/Prejuízo Líquido</b>	<b>645.179</b>	<b>218.723</b>	<b>557.125</b>	<b>809.597</b>	<b>1.100.891</b>	<b>176.360</b>	<b>342.820</b>

Fonte: CVM

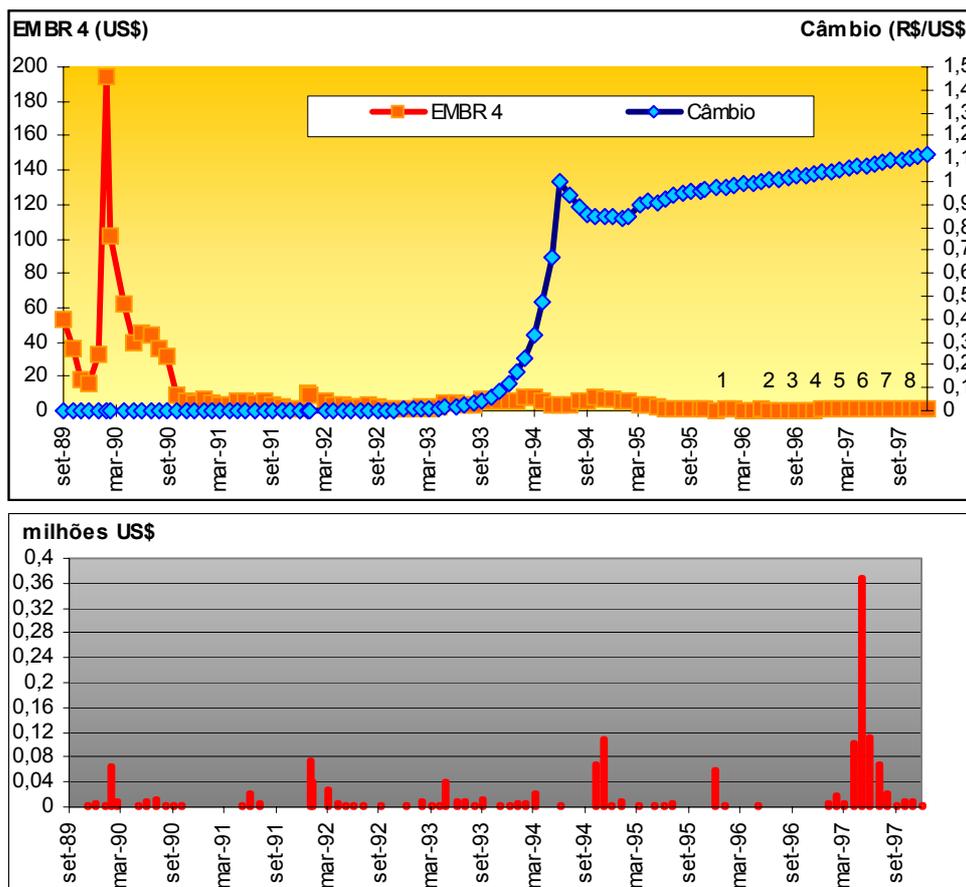
Os gráficos apresentados ao longo desta seção referente aos preços das ações mostram a evolução dos preços das ações *ex-dividendos*<sup>9</sup>, cujos direitos (dividendo, bonificação, subscrição) já foram exercidos. A serie corresponde à cotação de fechamento do final do mês, convertida para dólar pela taxa de câmbio vigente no mesmo dia quando necessário. Junto com a evolução dos preços, está apresentado também a evolução do volume financeiro correspondente a respectiva ação em pauta, em milhões de dólares.

(\*) O valor do Patrimônio Líquido do ITR 30/06/1999 não constava.

<sup>9</sup> Fonte: Banco BBA Creditanslat.

IV – 2.1 – De empresa pública para privada

**Gráfico 2: Evolução do preço da EMBR4 (US\$) e da taxa de câmbio (R\$/US\$) e do Volume Financeiro da EMBR4 (milhões US\$)**



A Embraer foi criada em 1969, porém a EMBR4 começou a ser negociada em bolsa somente em 1989. Mesmo assim, podemos notar que o papel não tinha muita liquidez. Neste período apresentado, o mês em que o papel foi mais negociado foi maio de 1997. Se considerarmos um lote de 100 ações, neste mês foram negociados cerca de 3.600 lotes no mês, se distribuídos igualmente entre os dias do mês, 166 lotes no dia. Este número atinge o patamar de uma ação líquida. Entretanto de um modo geral, esta ação envolvia no máximo cerca de 20 negócios no dia, o que a caracteriza uma ação de pouca liquidez. Vale ressaltar

que em 1989, houve o *crash* da Bolsa de Nova Iorque, neste sentido todos os papeis no mercado apresentavam pouca liquidez. Em fevereiro de 1990, destaca-se uma valorização abrupta do preço da ON aqui analisada. Não foi encontrado ao certo nenhum acontecimento que justificasse esta variação. Mesmo a ação sendo de pouca liquidez, houve um incremento no volume financeiro no mesmo mês. Dado que neste ano, o Brasil era governado pelo Collor, algum movimento especulativo quanto à privatização da empresa poderia ter dado origem a esta valorização. Entretanto, quando a empresa foi privatizada de fato em 1994, não houve uma valorização de tal proporção. De modo geral, estes movimentos de pico no caso de uma ação com baixa liquidez resultam de uma oferta de compra ou venda de algum investidor, ou algumas vezes podendo até ser furtos. Neste caso específico, não se pode chegar a nenhuma conclusão ao certo.

Em 1994, dois eventos importantes merecem destaques, a valorização da taxa de câmbio conforme explicada acima em junho de 1994, e a privatização da empresa em dezembro de 1994. De um modo geral, o saldo foi negativo, pois no ano o papel desvalorizou cerca de 5%. Porém no primeiro semestre do mesmo ano, com a valorização cambial de 500%, a empresa incorreu em perdas no valor da ação de 50%. Como se trata de uma empresa exportadora, a valorização da taxa de câmbio tem um impacto negativo sobre a empresa. Porém o segundo semestre, com a privatização da empresa e a desvalorização do câmbio em 15%, o papel valorizou cerca de 80%.

A privatização da empresa era um evento muito esperado. Pois, no final dos anos 90, a Embraer foi atingida pela crise da dívida do Brasil. Até a presente data, ela beneficiava de financiamento fácil do qual o desenvolvimento da indústria aeroespacial brasileira havia favorecido até então. Desde de janeiro de 1992, a deterioração da situação econômica levou o governo a incluir a Embraer na lista das empresas públicas em venda. Depois de seis tentativas em vão, esta foi privatizada.

Durante as presidências do Collor e Itamar (1990-1994), a situação política foi um obstáculo ao ajuste econômico, as privatizações, e as reformas estruturais. O final da guerra entre o Iran e o Irak<sup>10</sup>, a menor intensidade do conflito da Angola, e o apoio dos Estados

---

<sup>10</sup> Não disponibilizamos de informações financeiras quanto a importância deste mercado para a Embraer. A companhia recebeu pedidos do Tucano EMB-312 (110 do Egito em 1983, 80 do Irak em 1985, 50 do Iran em

Unidos exclusivamente aos produtores de seu país, fecharam os mercados de exportação do segmento militar da Embraer. À medida que aumentaram os atrasos, foram cancelados os pedidos, aumentou os custos de gestão dos aviões não vendidos. Nesta época, a taxa de desemprego em São José dos Campos duplicou, e em 1994, a empresa fechou o ano com prejuízo de 310 milhões de dólares, e uma receita de 177 milhões, e caiu para 38º lugar entre as maiores exportadoras brasileiras.

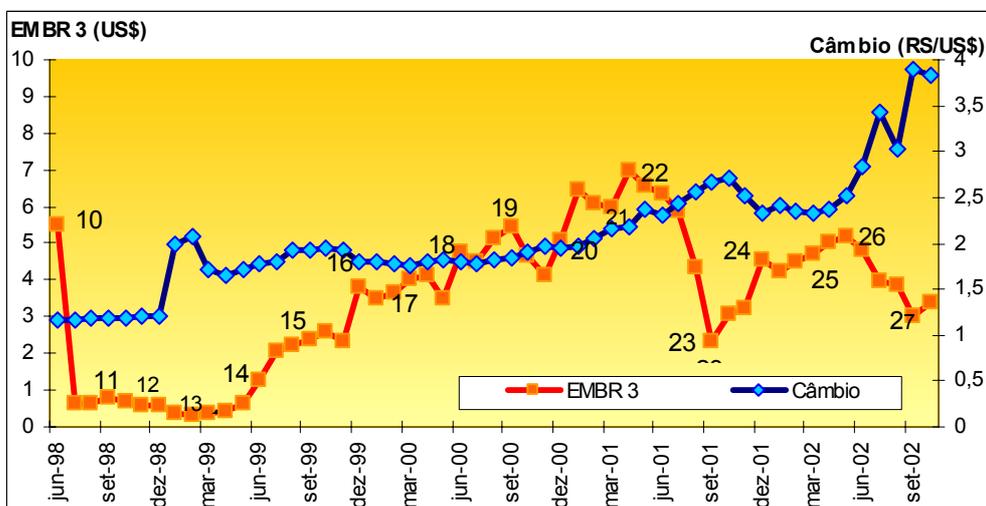
No ano de 1997, a empresa já dava os primeiros passos rumo à recuperação. Primeiramente, os novos donos aportaram cerca de 413,6 milhões de Reais em 1996 para fortalecer o capital da empresa e renegociaram a composição e os prazos da dívida. Os métodos e processos de produção foram melhorados, inclusive investindo em tecnologias de informação, e em julho de 1997, a empresa ganhou o certificado ISO 9001 pela qualidade em produção, vendas e serviços pós-venda. Neste mesmo ano, foi fundada *A Embraer Austrália*, localizada Melbourne que prevê suportes no segmento de pós-venda.

Ademais, em março de 1997, a OMC declarou em resposta ao pedido do Brasil que o fundo de pesquisa da “Technology Partnerships Canadá” e o “Canada Account” eram inconsistentes com as regras da OMC. A Embraer fechou o ano com menor prejuízo incorrido desde de dezembro de 1995, na ordem de 30 milhões de Reais.

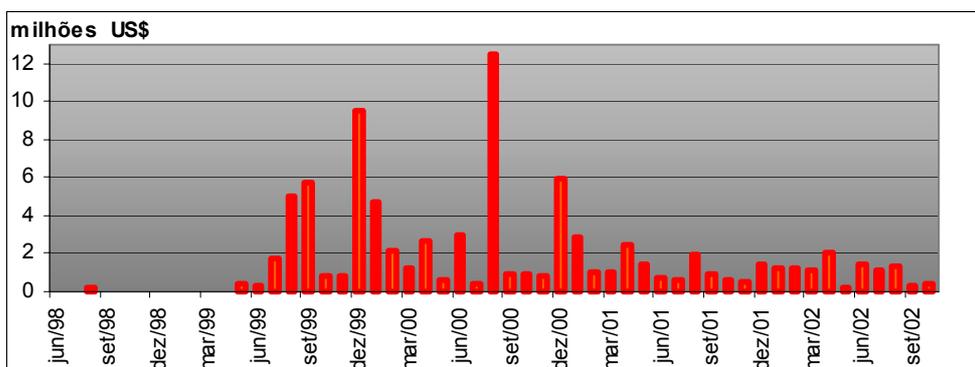
#### *IV – 2.2 – Da recuperação para o sucesso*

No período de janeiro de 1998 a outubro de 2002, a análise foi fundamentada na evolução do preço das três ações que a empresa negocia na bolsa atualmente. A EMBR3, a ação ordinária da empresa, começou a ser negociada na bolsa em agosto de 1993, porém por esta ação apresentar muita pouca liquidez e os dados utilizados como referencia para as cotações de preços não apresentarem continuidade neste período, o período apresentado se inicia em junho de 1998 e termina em outubro de 2002.

**Gráfico 3: Evolução do preço da EMBR3 (US\$) e da taxa de câmbio (R\$/US\$)**

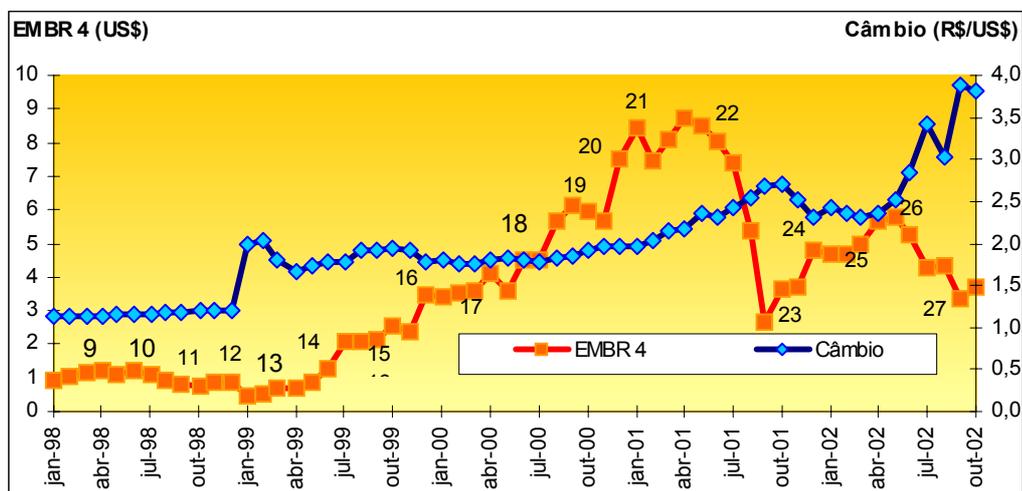


**Gráfico 4: Evolução do Volume Financeiro da EMBR3 (milhões US\$)**

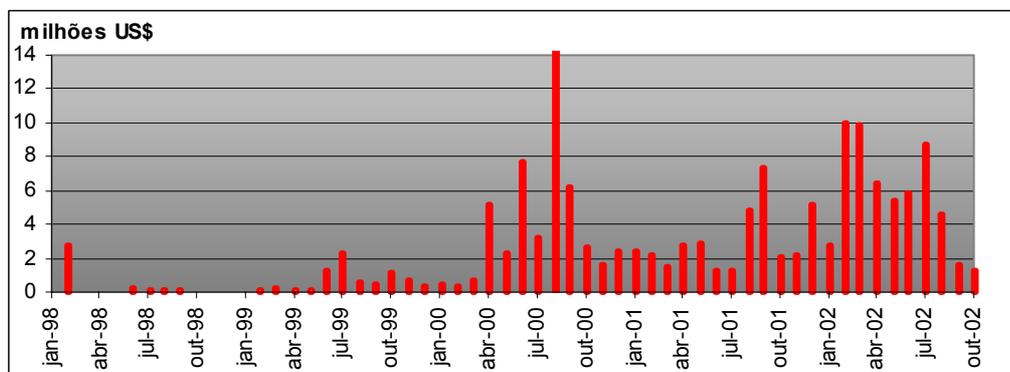


Como já dito anteriormente, a PN é o único papel da empresa que acompanhou toda história da empresa. O gráfico apresentado abaixo é a continuação do gráfico apresentado no item IV – 2 – 1. Neste sentido, estão apresentados a evolução do preço da ação, da taxa de câmbio, e do volume financeiro no período que se inicia em janeiro de 1998 e termina em outubro de 2002.

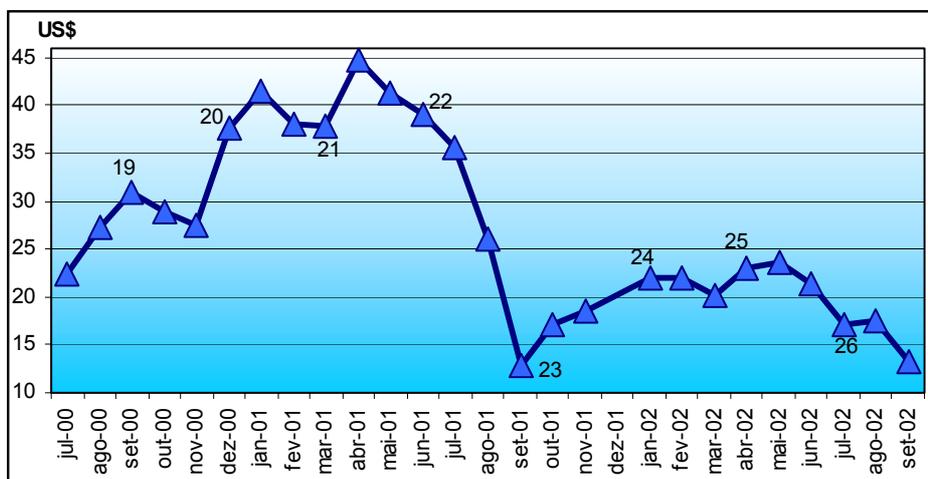
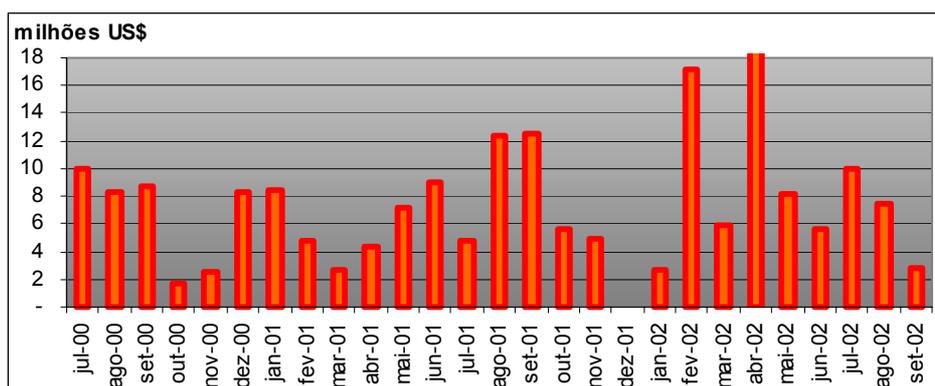
**Gráfico 5: Evolução do preço da EMBR4 (US\$) e da taxa de câmbio (R\$/US\$)**



**Gráfico 6: Evolução do Volume Financeiro da EMBR4 (milhões US\$)**



Por último, a ERJ foi criada em julho de 2000, logo o período aqui apresentado se inicia em julho de 2000 e termina em outubro de 2002.

**Gráfico 7: Evolução do preço da ERJ (US\$) e da taxa de câmbio (R\$/US\$)****Gráfico 8: Evolução do Volume Financeiro da ERJ (milhões US\$)**

Como empresa privada, a Embraer foi mostrando sinais de recuperação. O avanço do projeto ERJ-145 (aeronave do segmento regional) depois da privatização foi essencial, já que novos administradores estimaram que a sobrevivência da empresa dependia do seu êxito. Neste sentido, entre 1998 e 1999, o mercado de aviação de reação cresceu mais de 50%, estimando que nos próximos dez anos, chegará a 56.000 milhões de dólares<sup>11</sup>.

Graças a esta tendência, em 1998 a Embraer voltou a ser uma empresa rentável depois de operar em prejuízo depois de 11 anos consecutivos<sup>12</sup>. O número de empregos aumentou em mais de 10.000 pessoas.

<sup>11</sup> Financial Times, 2000.

<sup>12</sup> O prejuízo médio nos anos 1985 – 1991 foi 62 milhões de dólares; em 1992, foi 258 milhões de dólares; em 1993, foi de 116 milhões de dólares; em 1994, foi de 310 milhões de dólares.

Entretanto destaca-se em agosto de 1998, uma queda no valor da ON. No gráfico que descreve a evolução do volume financeiro negociado da ON em destaque, nota-se que até meados de 1999, a ação apresentava muita pouca liquidez. Em Mercados de Capitais pequenos (como o Brasileiro), por apresentarem-se em geral, bastante concentrados, fazem com que os investidores percam o interesse pelas ações ordinárias. Não há disputa pelo controle acionário das companhias. Logo esta variação não dita tendência, e não foi encontrado nenhum fato histórico que a justificasse. Com a importância que a Embraer foi tomando no mercado, a EMBR3 se tornou uma ação líquida. Em dezembro de 2001, esta estava inscrita na carteira de ações que formam o índice IBOVESPA, cuja participação era de 1,3%<sup>13</sup>, atualmente sua participação é de 0,99%. Neste sentido, ela atualmente está classificada dentre as 80% ações com maior liquidez no mercado.

O valor de uma ação, segundo a teoria básica de mercados de capitais, é o valor atual dos dividendos esperados, descontados pela seqüência de taxas reais de juros de um ano esperados. Esta relação tem duas implicações, a primeira é quando se esperam dividendos mais altos, o preço das ações sobe. Quando as taxas de juros reais de um ano, correntes e esperadas, sobem, o preço das ações caem.

Os dividendos por sua vez dependem dos lucros esperados da empresa. O gráfico acima mostra uma tendência de valorização da ON e da PN desta empresa a partir de meados de 1999. Ademais, nota-se que neste período estas passam a ser mais negociadas no mercado, adquirindo maior liquidez. De junho de 1999 até junho de 2001, a ON valorizou na ordem de 397% e a PN valorizou cerca de 533%. Neste mesmo período, o lucro da empresa em Real aumentou em cerca de 423%. Parte deste aumento resulta do incremento da desvalorização da taxa de câmbio no mesmo período de 30%, dado que a receita da empresa advém das exportações. Neste sentido, nota-se que as expectativas quanto lucros maiores foram confirmada, pois o valor da ação acompanhou a alta do lucro.

A variável taxa de juros não foi apresentada acima de modo que a análise não se tornasse abrangente demais, porém vale ressaltar que parte dos subsídios que o PROEX concedeu à Embraer, foi um desconto nas taxas de juros de até 3,8% ao ano nos financiamentos das exportações. Em dezembro de 2000, o governo modificou a legislação do

---

<sup>13</sup> Fonte: MELLO, Fabrício; Apostila de *“Introdução ao Sistema Financeiro”*.

PROEX para atender à decisão da OMC. O governo brasileiro manteve o percentual de desconto dado na taxa de juros de 2,5%, ao ano<sup>14</sup>. Nos gráficos, nota-se uma desvalorização do preço das ações nos meses anteriores a este acontecimento, resultante provavelmente de expectativas quanto a esta tomada de decisão.

Esta tendência ascendente a partir de meados de 1999 resulta de um outro acontecimento histórico. Em novembro de 1999, a empresa fez uma aliança com empresas aeroespaciais européias líderes no setor também, a Dassault Aviation, a EADS, a Snecma e Thales, que adquiriram 20% do seu capital votante. Com esta aliança, o valor da empresa aumentou em 1.000 milhões de dólares<sup>15</sup>. O volume financeiro negociado em bolsa da ON atingiu seu maior pico até então observado, em dezembro de 1999, atingindo quase 10 milhões de US\$. As expectativas do fechamento do acordo já se refletiam nos preços que demonstravam trajetória ascendente.

Esta aliança representou um marco na história da Embraer, que se deu logo após o início da recuperação da empresa. A penetração no mercado chinês foi fruto desta aliança também. Em setembro de 2000, a Embraer realizou a primeira entrega do primeiro de quatro ERJ-145 para Sichuan Airline. Este modelo é o primeiro avião da EMBAER que opera na China, e o primeiro que coloca a empresa no mercado da Ásia Sudoriental. Ademais, neste mesmo mês, a Embraer entregou a unidade de número 300 do ERJ 145 para British Regional Airlines. No mês de agosto deste mesmo ano, o volume financeiro negociado atingiu o maior pico da série da ON e da PN, no valor de quase 13 milhões de dólares e 18 milhões de dólares respectivamente. Vale ressaltar que o preço do papel não apresentou grandes variações, se mantendo em torno de US\$ 5.

Como resultado das entregas realizadas, a receita líquida da empresa aumentou cerca de 63% do 2º trimestre para o 3º trimestre de 2000, e o lucro líquido aumentou cerca de 86% neste mesmo período (vide quadro V).

Atualmente, as exportações representam 95% das vendas totais, e segundo a empresa, ela é a que mais vende para o transporte regional no mercado mundial. A desvalorização em 1999 reduziu tanto os gastos com salários de 13% a 9,7% dos custos de produção entre 1997 e

---

<sup>14</sup> Fonte: [www.embraer.com.br](http://www.embraer.com.br)

<sup>15</sup> Fonte: GOLDSTEIN Andréa, *EMBRAER: de campeón nacional a jugador global*, Revista de la Cepal – Agosto de 2002.

1999. Porém também se tornou mais caro obter créditos novos e cumprir com os serviços da dívida em dólares, e reduziu os valores em dólares dos recursos destinados aos programas de exportação do governo.

Desde então, a Embraer é a maior exportadora brasileira, no ano de 2001 estimou-se que as vendas foram superiores a 6 bilhões de dólares. Paralelamente, a empresa adquire a metade dos seus insumos no exterior, o que a torna a segunda maior empresa importadora no Brasil. Mesmo assim ela registrou de em 2001, um lucro positivo líquido de 1.100 milhões de dólares. Em 2001, a empresa teve resultados, ao comprar peças no começo do ano, quando o real estava forte, e vendendo mais para o final, aviões completos com um real desvalorizado.

Outro movimento que se destaca no gráfico apresentado, é a continua desvalorização do preço da ação em 2001. Este período foi marcado pela crise do setor aéreo, que se agravou em setembro de 2001, em função dos atentados terroristas. A crise do setor aéreo iniciou com aumento do preço do petróleo que atingiu seu maior pico em nove anos. O aumento coincidiu com uma rodada de negociações diplomáticas entre os membros da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), que estão divididos sobre o momento certo para aumentar o fornecimento e temem que qualquer erro possa fazer os preços despencarem. O barril do Brent (referência internacional do petróleo) ficou acima dos US\$ 30 pela primeira vez desde a crise do Golfo, em 1991, chegando a US\$ 30,26 (três vezes mais do que o preço durante o excesso de oferta em 1999), antes de baixar para US\$ 30,18.

A crise foi mundial, porém em economias mais vacilantes como o caso da Brasileira, as conseqüências se alastraram. Um dos fatores que agravaram a crise foi a desvalorização do real neste período. Conseqüentemente, com o aumento numa proporção ainda maior do dólar e a alta dos custos, as empresas brasileiras do setor aéreo entraram em crise.

Entretanto, como a Embraer é uma empresa exportadora, ela sofreu mais do recuo da demanda das empresas aéreas estrangeiras. Neste ano, o setor aéreo mundial demitiu cerca de 12 mil funcionários no mundo<sup>16</sup>. O setor aéreo americano já estava em crise, e esta se agravou com os atentados do 11 de setembro. Segundo Hubert Horan, autor de um recente estudo publicado pela Aviation Estrategy, o grande problema dos últimos anos, foi a despreocupada expansão das grandes companhias de 1996-2001, quando aumentaram em 3% a capacidade

---

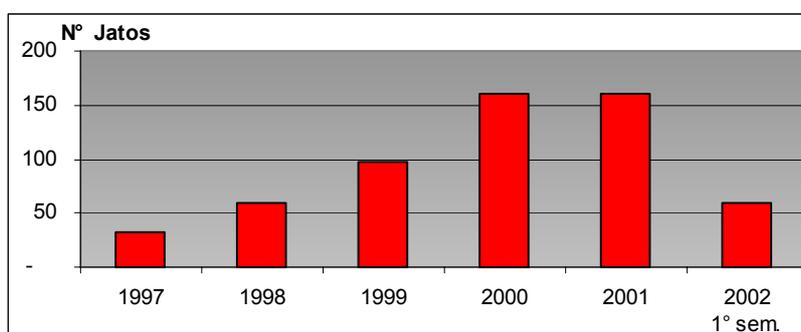
<sup>16</sup> Folha de São Paulo, 2002.

anual num mercado muito maduro. Antes dos atentados, já havia cerca de 15% de ociosidade no céu americano.

As empresas americanas deste setor estão com dificuldades de recolar. A US Airways entrou em concordada no dia 11 de agosto de 2002, esta já estava dando prejuízo desde meados de 2000. Assim como a US Airways, a United está tentando assegurar um empréstimo federal, mas até agora o esforço foi sem sucesso. A American Airlines, a maior companhia aérea do mundo, também não está imune aos problemas das outras empresas do setor aéreo.

Mesmo que os valores das ações tenham despencado neste período, a Embraer não foi tão abalada pela crise. Segundo Marcelo Botelho, presidente da empresa, em entrevista na *Flap Internacional*, declarou que “Felizmente tínhamos lastros financeiros para agüentar o impacto. Nossa capacidade de reagir prontamente a situação permitiu que saíssemos incólumes do aperto, mantendo a lucratividade e a capacidade de investir”. E ao observarmos os dados financeiros da empresa neste período, nota-se que o lucro aumentou cerca de 70% do ano de 2000 para 2001, dado uma desvalorização de 28% da taxa de câmbio no mesmo período. Neste caso, pode se dizer que as expectativas quanto a distribuição dos dividendos não se confirmou nos números da empresa. Outra variável que confirma as ressalvas feitas é a quantidade de aeronaves entregues. O gráfico demonstra a quantidade de jatos entregues no período de 1997 a 2002. Vale ressaltar que a empresa tinha expectativas de aumentar a cadência de produção mensal, porém isto não foi possível, se mantendo igual.

**Quadro IX: Numero de Jatos Entregues no Período de 1997 a 2002**



Fonte: [www.embraer.com.br](http://www.embraer.com.br)

Ao comparar o gráfico de volume financeiro nas suas respectivas bolsas, o ADR apresenta muito mais liquidez do que a PN, atingindo uns patamares muito mais altos. Atualmente, o mercado de Nova York já detém maior parte das operações com os principais papéis do mercado acionário brasileiro. Apenas entre janeiro e julho de 2001, o volume feito em investimentos em ADR's foi 46 vezes superior ao do total aplicado por estrangeiros na Bovespa. Foram US\$ 2,52 bilhões contra US\$ 55 milhões.

Poucas empresas podem arcar com o custo de ter ADR's negociadas em Nova Iorque. O acesso é difícil e mais caro, valendo a pena somente para grandes empresas. Assim, o esvaziamento do mercado interno de capitais prejudica principalmente as empresas emergentes, que não tem condições de acesso a mercados estrangeiros.

A grande diferença entre o mercado brasileiro e o mercado dos Estados Unidos, é que no segundo, não há assimetria de informação – disparidades de informações existentes entre os participantes de mercado - entre os gestores das companhias e os investidores e ocorre quando o gestor possui conhecimentos a respeito do desempenho futuro das ações. Neste sentido, o mercado americano é caracterizado por maior estabilidade e liquidez, além de prover mais transparência quanto a performance da empresa. Por estes motivos, que escândalos como o caso da empresa *Enron* são muito mal vistos no mercado americano, já que contradizem a credibilidade dos números.

## V – CONCLUSÕES

O presente trabalho buscou mostrar a influência dos principais acontecimentos históricos que envolvem a Embraer e da sua performance na cotação de suas ações no mercado. Muitos dizem que a transformação da Embraer é “uma legenda que leva do fundo a esplendor” (*Exame*, 1999) e que a própria empresa é um “sobrevivente agressivo e ousado” (*The New York Times*, 2000).

No que tange a disputa comercial com a Bombardier na OMC, os eventos históricos não foram tão enfatizados ao longo da análise da evolução do preço das ações. Isto não significa que não houve influência, entretanto as grandes mudanças sobre as quais o trabalho evidenciou decorrem das mudanças estruturais da firma. A disputa merece destaque ao levarmos em conta que este mercado apresenta riscos tais como a dependência de um número restrito de clientes chaves – Continental Express, American Eagle, e Crossair. Neste sentido, existe uma concorrência muito forte para ganhar os contratos de fornecimento de jatos licitados.

Uma outra singularidade da empresa, é que esta tem uma posição importante no mercado e apresenta resultados financeiros satisfatórios, sendo muito menor que suas competidoras como Boeing, Airbus e Bombardier (cuja divisão aeroespacial faz parte de um grupo ainda maior).

Uma mudança fundamental na empresa foi a privatização, mesmo que os resultados destas somente refletiram 4 anos depois do ocorrido. Esta, enquanto empresa estatal, dependia muito da situação política e econômica do país. Atualmente, uma das vantagens da empresa é sua independência quanto à instabilidade da economia brasileira, já que o seu produto final é direcionado para o mercado externo.

Os novos administradores introduziram novas formas de organização, de produção, de financiamento, de comercialização e reduziram severamente o tempo que o produto demorava em chegar no mercado. Outro fator de suma importância foi sua capacidade em fazer alianças estratégicas para captar recursos externos. Os anos de 1998-1999 representaram um marco na história da empresa, primeiramente os efeitos da privatização e das mudanças acima mencionadas começaram a aparecer. A empresa pela primeira vez em 11 anos gerou lucro, ao invés de dar prejuízo. Ademais, houve um boom no mercado de jatos regionais, e o ERJ-145,

aeronave nascida antes da mudança de controle da empresa, acompanhou o mercado. E por fim, aliança com o grupo francês neste mesmo período. Todos estes fatores reunidos explicam a trajetória acedente do valor das ações, além de adquirirem ampla liquidez. Atualmente, tanto a PN quanto a ON pertencem a carteira de ações do índice IBOVESPA (setembro a dezembro de 2002) com uma participação respectiva de 0,99% e de 2,94% , sendo incluídas entre as 80% de ações mais líquidas no mercado. Desde de julho de 2000, a empresa está inscrita no programa de ADR, e sendo negociada na bolsa de Nova York. Esta opção é possível somente para grandes empresas, por ser mais custosa.

Um fator que não foi abordado muito profundamente ao longo deste estudo é a influência da taxa de câmbio nos valores das ações. Devido ao fato da empresa ser exportadora (cerca de 95%), e mesmo sendo importadora também (cerca de 50%), a empresa beneficia das desvalorizações cambiais. Dessa forma, a empresa possui um “hedge” cambial natural em suas operações. Ademais, conforme salientado ao longo deste estudo, a Embraer ocasionalmente obteve ganho comprando peças quando o real estava valorizado, e vendeu o produto final quando o real já havia desvalorizado.

De um modo geral, as expectativas quanto a performance da empresa estão refletidas no valor das cotações das ações. A exceção da crise do setor aéreo em 2001, agravada pelos atentados terroristas, a Embraer foi uma das empresas mais otimistas do setor. E de fato, os números comprovam seu otimismo, vale ressaltar que ela se beneficiou da desvalorização cambial do período também.

Entretanto conforme apresentado no início do presente trabalho, houve uma queda da receita da empresa do 2º semestre de 2002 em relação ao 2º trimestre de 2001. Contrariando as expectativas iniciais de que as vendas dessas aeronaves aumentariam após os ataques ao WTC de Nova York e ao Pentágono, devido à sua maior segurança frente aos aviões comerciais, representantes do setor afirmam que as vendas cairão cerca de 10% em 2002. A Embraer mesmo tendo reduzido sua produção, devido a adiamento de pedidos das companhias aéreas, estreou no ramo de jatos executivos, com o modelo Legacy.

**BIBLIOGRAFIA**

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia – Teoria e Política Econômica*: Editora Campus.

CHADE, Jamil e BREDARIOLT, Cláudia, *País quer ampliar briga com o Canadá na OMC*; Estado de São Paulo, 13 de março de 2001. Disponível em [http:// www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br).

CHADE, Jamil, *OMC avalia painel contra subsidio canadense*; Estado de São Paulo, 12 de março de 2001. Disponível em [http:// www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br).

CUNHA, Luiz Roberto A., *A estratégia do programa de estabilização*; Estado de São Paulo, 20 de dezembro de 1993. Disponível em [http:// www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br).

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>.

FLAP INTERNACIONAL – nº360 – ano 40.

GEWERH, Daniel, *Setor aéreo Americano: difícil decolagem*; Agosto de 2002. Disponível em [http:// www.solidus.com.br](http://www.solidus.com.br)

GOLDOY, Roberto, *Na hora da venda, Embraer leva vantagem sobre a Bombardier*; Estado de São Paulo, 12 de março de 2001. Disponível em [http:// www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br).

GOLDSTEIN Andréa, *The Political Economy of Strategic Trade Policy: Explaining the Brazil-Canada Export Subsidies Saga*, Setembro de 2001.

GOLDSTEIN Andréa, *EMBRAER: de campeão nacional a jogador global*; Agosto de 2002.

INFORMAÇÕES ao mercado. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>.

IPEADATA. Disponível em [http:// www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br).

MELLO, Fabrício. *Introdução ao Sistema Financeiro*. Apostila de Graduação (Curso de Economia) – PUC – RJ. 2002.

MOREIRA LEITE, Antonio Bento. *Abertura de Capital da Empresa: Análise do caso brasileiro*. Monografia de Bacharelado (Curso de Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Novembro de 2001.