

Sócio estrangeiro, risco brasileiro

Prof. J. William Grava

1º. de novembro de 2004

Dias atrás, em uma reportagem do jornal "O Estado de São Paulo", foi defendida a idéia de que a InBev, associação da AmBev com a Interbrew com sede na cidade belga de Louvain, estaria livre do risco Brasil. Assim, a empresa seria capaz de captar recursos a um custo mais baixo, com benefícios para toda a sociedade.

Não é a primeira vez que se usa esse tipo de argumento. Na época das grandes privatizações, empresários brasileiros já batiam nessa tecla pedindo linhas específicas de financiamento do BNDES. Sua alegação era a de que, com acesso a financiamento mais barato, investidores estrangeiros disporiam de vantagem sobre os brasileiros para participar dos leilões.

Útil para reivindicar naquele momento e justificar uma transação agora esse argumento é, entretanto, errado. Por quê? Para entender, vamos olhar mais de perto.

Em primeiro lugar, precisamos diferenciar risco Brasil de custo Brasil. Frequentemente misturamos essas duas coisas, já que o risco implica um custo de capital mais alto e é comumente quantificado como uma parcela a somar ao custo de capital. Se o risco implica um custo mais alto, contudo, a recíproca não é verdadeira. Se um técnico alemão ganhar muito mais que um indiano para fazer a mesma coisa, você poderá chamar a diferença de "custo Alemanha". De fato, a Alemanha tem perdido empregos para outros países, a Índia entre eles. Contudo, dificilmente você diria que o risco alemão é mais elevado que o indiano.

Se você é um exportador e tem, em Santos, despesas portuárias mais altas do que teria em outros países, isto é custo Brasil mas não implica um risco maior. Se, ao contrário, você não sabe se consegue exportar porque pode faltar matéria-prima, pode haver uma greve dos funcionários da Receita Federal ou ainda surgir um obstáculo qualquer do qual nem mesmo a natureza você consegue prever, isto é risco Brasil.

Agora, pense bem: mesmo que ao final do dia não lhe custe um centavo a mais, esse risco adicional fará com que você pense duas vezes antes de investir e só o faça caso acredite que o retorno esperado realmente compensa o risco assumido! Mesmo que você seja um otimista inveterado, ainda pensarão assim seus credores e os demais acionistas. Para atrair os primeiros, você precisará pagar juros mais altos. Para atrair os últimos, você precisará vender as ações mais barato.

Leve então seu raciocínio para a operação brasileira da InBev. Vendendo cerveja no Brasil, a operação brasileira será afetada toda vez que a economia local sofrer um solavanco, seja perdendo volume, seja precisando praticar uma margem mais baixa. Se houver mudança nas regras fiscais, por exemplo com o aumento da CPMF, será afetada. Se a Petrobrás administrar seus preços de forma política, tornando-os imprevisíveis e afetando o frete, também. Se as dificuldades na gestão do setor elétrico impuserem um apagão, também e assim por diante, deixando sobre a performance do negócio a marca do risco Brasil.

Considere finalmente a InBev inteira, com suas atividades no Brasil e no exterior. O que você verá? Verá uma empresa em que uma parte considerável das atividades

é afetada pelo risco Brasil! Nem tanto quanto uma empresa estritamente brasileira, porém certamente mais que uma empresa européia. Faça de conta que é um credor. Para emprestar a essa nova empresa, você provavelmente exigirá um retorno maior do que anteriormente pedia à empresa estritamente européia, embora mais baixo do que pediria à empresa brasileira. Em outras palavras, o custo de capital da operação brasileira cairia, mas a operação européia pagaria a conta...

Para evitar isso, o grupo precisaria fazer o que qualquer manual decente de Finanças recomendaria: isolar as duas operações em empresas diferentes, cada uma cuidando de sua própria captação de recursos. Mas isso não bastaria. Seria ainda necessário sinalizar claramente para o mercado que cada parte cuidaria de seus próprios interesses, pois a mera percepção de que em caso de problemas haveria socorro faria com que a operação européia começasse a subsidiar a brasileira, vendo subir seu próprio custo de capital.

Pois é: voltamos ao princípio, com a operação local enfrentando o risco Brasil...

Isso não quer dizer que não haja ganhos na fusão, mas apenas que entre esses ganhos não está a redução do risco da operação brasileira. Na verdade, o único risco Brasil reduzido foi o dos controladores da AmBev, que antes eram acionistas de uma operação predominantemente brasileira e agora possuem ações de um conglomerado cujas principais atividades se dividem entre o Brasil e a Europa. Mesmo neste último caso, a redução do risco Brasil provavelmente teve seu custo, pois é provável que o prêmio de controle, para a mesma operação mas sem esse risco, fosse ainda maior...