

## **TRÊS PAINÉIS SOBRE AS FINANÇAS INTERNACIONAIS: INVESTIMENTO EM TRANSPORTE DE CARGAS**

Este documento deve ser utilizado pelo tutor responsável pela discussão do caso e não deve ser distribuído aos alunos. A sua função é auxiliar no planejamento, na aplicação e na discussão do caso. Não está prevista uma solução de problema, mas, sim, a discussão de aspectos do caso relacionados aos objetivos de aprendizagem.

### **RESUMO**

Este caso é apresentado a partir de três perspectivas diferentes, permitindo aos alunos analisar os papéis das respectivas partes e facilitar discussão de sala de aula. As perspectivas são de um banqueiro, de um investidor e de uma indústria fretadora de navios. Um projeto de investimento é descrito e deve ser analisado para sejam identificadas as melhores opções.

### **OBJETIVOS**

- Adquirir conhecimento e desenvolver habilidades em aspectos relacionados a projetos de investimento.
- Desenvolver habilidades de negociação.

### **UTILIZAÇÃO**

Este caso pode ser utilizado em disciplinas que envolvam análise financeira tomada de decisão, gestão de risco e relacionamento com clientes.

### **PREPARAÇÃO DO TUTOR E DOS ALUNOS**

O(a) tutor(a) deve ler e se preparar com antecedência para os debates, buscando esclarecer qualquer dúvida que lhe ocorra, bem como o vocabulário ou os métodos específicos citados no caso. É importante estimular os alunos a fazerem uma leitura prévia do texto por meio de mensagem no fórum, pois o preparo dos alunos é vital para a riqueza dos debates. Os alunos podem buscar informações que esclareçam ou enriqueçam o caso, de modo a contribuir com a qualidade dos debates.

### **QUESTÕES PARA OS ALUNOS**

1. Sob a perspectiva de cada uma das três partes - o Banco, o INV, e o GI - o projeto é aceitável?
  - a. Caso não seja, quais itens além dos preços de opção estarão

sujeitos a negociação futura antes que as três partes possam concordar com o negócio?

2. Quais riscos estão presentes neste projeto?
3. Quais as diferenças existentes nos riscos e oportunidades de lucro do projeto para cada uma das partes?
4. Quais opções – explícitas e implícitas - estão embutidas neste caso?  
Quais fatores-chave afetam os valores dessas opções reais embutidas?

### **SUGESTÃO PARA CONDUÇÃO DO CASO**

- Divida a turma em três grupos, os quais representarão as posições das partes envolvidas no negócio, quais sejam:
  - o ponto de vista do Investidor;
  - o ponto de vista do Banco;
  - o ponto de vista do GI (fretador).
- Entregue as questões acima e solicite que cada grupo prepare a sua análise - com base nas perspectivas de risco e retorno ou vantagens e desvantagens - e esteja preparado para discutir sua posição.
- Depois da discussão nos pequenos grupos, cada grupo fará sua apresentação e poderá responder às perguntas dos demais grupos.

### **ENCERRAMENTO**

O tutor poderá fazer o fechamento da discussão, mencionando os pontos principais da negociação e lembrando os objetivos previstos para o caso.

### **ANÁLISE DO CASO**

A seguir, são apresentados alguns aspectos, em termos de risco e retorno ou vantagens e desvantagens, que podem ser explorados a partir do ponto de vista de cada parte envolvida no negócio.

#### **Do ponto de vista do Investidor**

Ao assinar o Memorando de Entendimentos, os representantes do INV sinalizam que, a princípio, estão dispostos a proceder sob a estrutura de comum acordo. Os argumentos de risco-retorno são apresentados a seguir.

#### **Retorno:**

1. O INV valoriza o fato de o Banco fazer um pacote do projeto com o GI, gerando uma economia bastante razoável com relação a custos de marketing, negociação e transação. O fato de que o Banco está disposto a financiar até mesmo 85% do projeto (índice pouco comum) diz muito sobre os méritos de crédito do GI, bem como sobre a viabilidade do projeto. Para

o INV, isso é semelhante a “nadar rio abaixo” (“nadar rio acima”, neste caso, seria o INV tentar encontrar um fretador de primeira categoria, aceitável para o Banco, e então tentar obter financiamento para as novas construções).

2. Um novo GI fretador/sócio pode abrir oportunidades comerciais futuras. Isso pode acontecer na forma de mais construções novas ou de fretamento dos Handymax (ou Panamax) existentes do INV, para cobrir parte do saldo de 50% de transportes de carga do GI.
3. Ninguém pode ter certeza se o ciclo de preço do Handymax está no piso, mas o INV sente-se confortável pelo preço estar relativamente mais baixo, se comparado com o histórico nível mais alto, e pela tendência de melhora. Além disso, as novas construções têm um desenho novo de 50.000 toneladas de peso morto, ou seja, têm até 10.000 toneladas de peso morto a mais, e, conseqüentemente, maior potencial de ganho que os Handymax mais antigos (de 40 a 45.000 toneladas de peso morto). Esse projeto também pode servir como um programa de substituição parcial de frota para o INV.
4. A Taxa Interna de Retorno (TIR) esperada de 10 a 15% é atraente, principalmente contra o atual nível de rendimento das LTN (Letras do Tesouro Nacional) de 10 anos, de cerca de 6% ao ano.
5. O INV acredita que o estaleiro pode garantir 2 ou até mesmo 3 opções de navios gêmeos pelo mesmo preço, com as opções sendo declaradas dentro de, digamos, 4 a 6 meses. Caso o mercado do Handymax crescer muito dentro dos próximos meses, o INV pode abordar o GI e o Banco para acrescentar novas construções ao projeto e/ou revender os ancoradouros de construção para obter lucro, ao exercitar as opções. Os estaleiros geralmente aceitam esse tipo de proposta por causa da escala que há no pedido em série.
6. Cinco navios gêmeos rendem economias de escala vantajosas, pois os navios podem compartilhar peças de reposição e depósitos.
7. O INV tem vantagens pelo fato do Banco considerar a possibilidade de arrendamento com alavancagem (leasing alavancado), o que pode diminuir a expansão dos juros e, assim, melhorar a TIR.
8. O INV acredita que o FED (Banco Central Americano) está tratando da inflação dos Estados Unidos corretamente e que a taxa de juros do dólar americano deve ficar estável ou até mesmo cair, conseqüentemente, melhorando a TIR.

### **Risco:**

O outro lado da moeda está na consideração do risco (os itens abaixo estão relacionados com a numeração anterior, referente ao retorno esperado):

1. Se um pacote oferecido de bandeja não tenta o INV, então significa que o mesmo não está satisfeito com os fundamentos gerais do investimento em transporte. Por exemplo, o INV prevê deflação nos próximos dez anos (vários países da Ásia, principalmente o Japão, estão passando por isso). A

capacidade para a ancoragem de navios em estaleiros, especialmente na Coreia do Sul e na China, continua a aumentar tremendamente. Esses dois fatores podem abater severamente os preços de navios e por um longo período. A TIR não será realizada devido ao valor de revenda do navio após o período do projeto. A analogia do nado pode então significar que há uma cascata com uma queda de 90 metros rio abaixo. Será difícil nadar de volta à margem.

2. Assim como com qualquer frete em longo prazo, o desempenho do fretador é da maior importância. No caso do fretador falhar ou não cumprir a promessa, o faturamento do projeto já não existe, assim como o projeto. Isso pode ocorrer quando houver falta de carga e/ou estoque excessivo de navios e o INV terá dificuldades em assegurar uso alternativo de cinco navios. O INV considerou o GI como sendo uma equipe de primeira categoria e executará os fretes sob a taxa de comum acordo, mesmo se a taxa de mercado continuamente continue baixa ou caia substancialmente abaixo da taxa de comum acordo. A esse respeito, o INV espera que a partilha de lucro mantenha o GI na linha – a partilha de lucro reduz o retorno esperado, mas para o INV é um custo necessário para todo o projeto.
3. Os preços do Handymax podem continuar baixos ou podem cair novamente. O INV está acostumado a correr esse tipo de risco e já há algum tempo conhece bem os ciclos do transporte.
4. O mercado de transporte pode continuar em baixa (devido à capacidade excessiva para a construção de navios) mesmo que a inflação retorne, elevando os rendimentos do Tesouro, tornando o projeto indesejável devido ao aumento no custo de oportunidade. O INV julga isso um risco comercial aceitável, ao qual a maioria dos donos de navios está acostumada.
5. Se o INV obtiver sucesso em persuadir o estaleiro a dar opções, não há risco e custo algum se as opções não forem exercitadas. O INV exercitará as opções somente se puderem ver méritos positivos. A melhor das hipóteses será um aumento repentino no preço do Handymax e o INV pode revender o contrato de construção para os navios opcionais, com lucro. Haverá alguns pontos técnicos como conseguir o consentimento do estaleiro para a revenda e exercitar a opção simultaneamente com o contrato de revenda; mas estes já foram feitos antes e podem ser executados.
6. O risco de possuir navios gêmeos é que se o padrão de mercado muda e esse tipo de navio torna-se inviável, então, possuí-los agrava o problema para o dono. Já que é um tipo bastante comum de navio, o INV julgou esse risco de mercado como sendo mínimo. Os cinco gêmeos podem também ter falhas de desenho e/ou os mesmos defeitos latentes – dando aos donos de navios o mesmo problema cinco vezes – mas a construtora Japonesa, nesse caso, é respeitável e experiente nos desenhos (certamente, não são desenhos sofisticados ou difíceis). O INV considera esse aspecto como sendo de risco mínimo.
7. O custo da transação para um arrendamento com alavancagem, principalmente das taxas legais, pode ser proibitivo. Além disso,

encontrar uma parte com subsídio de imposto para o arrendamento com alavancagem pode levar tempo e as partes podem perder a oportunidade dos preços baixos atuais de navios. Se isso ocorrer, o INV pode desistir do arrendamento.

8. O INV está acostumado a correr riscos de taxa de juros e riscos de custos operacionais como todos os outros donos de navios. Projetos de transporte, como diz a regra, sempre são de longo prazo, e a taxa de juros e os riscos de custos operacionais são parte do negócio de transporte. O INV considera isso um risco calculado e tem a contenção necessária para levar o prejuízo caso a taxa de juros se agrave ou o custo operacional aumente. O INV, de fato, presenciou contrações de crédito nos anos 70 e 80. Em ambos os casos, altas taxas de juros foram usadas para combater a inflação. Isso causou o aumento severo dos preços de navios. Em ambas as ocasiões, o INV vendeu navios e saiu ganhando com um belo lucro.

Para facilitar a compreensão e incentivar a comparação entre os argumentos de retorno esperado e de risco, do ponto de vista do Investidor, sugere-se a montagem de uma tabela durante a discussão, conforme abaixo. A sugestão é válida também para os pontos de vista do Banco e do GI, apresentados a seguir.

#### **Ponto de vista do Investidor**

<b>Item</b>	<b>Retorno</b>	<b>Risco</b>
1.		
2.		
3.		
4.		
5.		
6.		
7.		
8.		

#### **Do ponto de vista do Banco**

A partir da perspectiva do Banco, pode-se analisar o caso com base em aspectos que representem vantagens e desvantagens (ou prós e contras) em participar do negócio.

#### **Prós:**

1. O Banco recebe um bom pacote global de remuneração:
  - a) taxas iniciais totais de US\$ 1 milhão do INV e do GI;

- b) taxas de entrada de US\$ 500 mil por 5 embarcações;
  - c) novo negócio de financiamento de US\$ 85 milhões, a uma margem de lucro de 1% ao ano; esses US\$ 85 milhões podem ser vendidos num contrato negociado para outros bancos, o que aumentaria o rendimento para o Banco, "cortando" as taxas de entrada e as margens de lucro;
  - d) a partilha de lucros de 10% fornece mais uma vantagem futura.
2. O Banco torna-se acionista do negócio com 10% de patrimônio líquido sem realizar nenhum investimento como pagamento de entrada.
  3. O Banco torna-se acionista do negócio com 10% de patrimônio líquido sem ser um acionista real de EPU (Empresa de Propósito Único). Este é um ponto importante, já que o Banco não quer arcar com as possíveis responsabilidades marítimas associadas com a posse de navios.
  4. As relações com o INV e com o GI crescem. Isso abre a porta para negócios futuros com o INV e o GI.
  5. Embora a percentagem de financiamento de 85% seja alta, o Projeto é consumado num momento em que o mercado está em baixa.
  6. O Banco tem o direito aos benefícios econômicos (principalmente através da partilha de 10% do lucro) que resultam da sinergia do conhecimento do GI e o INV.

### **Contras:**

1. A percentagem de financiamento de 85% está mais alta que os usuais 70%. Por isso, os riscos são mais altos.
2. A alta percentagem de financiamento pode impedir os esforços do Banco de tentar negociar a transação com outros bancos.
3. Já que o INV e o GI oferecem pouco risco em termos de crédito, o risco principal deixado a descoberto no financiamento é o risco da taxa de juros. Uma troca de taxa de juros poderia ter sido feita para cobrir esse risco. No entanto, o INV e o GI estão relutantes em encarar a troca devido a incertezas referentes ao momento da venda das Embarcações.

### **Do ponto de vista do GI**

Da mesma forma analisada a partir da perspectiva do Banco, são apresentadas algumas vantagens e desvantagens (ou prós e contras) para o GI.

### **Prós:**

1. O GI pode controlar e "ter posse de" cinco Handymax sem realmente possuir as embarcações. Isso dá conta das preocupações internas, ou seja, falta de perícia na posse de navios, quocientes do balancete a outros fatores quanto a posse de navios. Além disso, dessa forma o GI não precisa se envolver com possíveis responsabilidades marítimas.

2. O GI pode se beneficiar da perícia do INV. O custo de supervisão de US\$ 100 mil por embarcação é baixo. O custo operacional também é coberto. As economias que o INV alcançou em operação devido à sua grande frota e ganhos de escala são parcialmente transferidas ao GI.
3. Os cinco Handymax cobrem 50% da exigência de transporte do GI sob seus novos contratos de carga.
4. Embora o GI esteja pagando ágio sobre o T/C, assegurar o uso de tonelagens a longo prazo traz à tona outros benefícios intangíveis. Por exemplo, cargas serão entregues no prazo para assegurar a continuidade no calendário da produção.
5. Embora o GI possa perder o controle dessas embarcações, devido ao fato do INV exercer o direito do investidor, a modalidade de escala completa de fretamento é comparativamente desvantajosa. Além disso, o GI tem garantida uma partilha de lucro de 40% caso as embarcações fossem vendidas.
6. O GI é, em essência, o proprietário de 40%, sem ter que passar por todos os problemas associados à posse de navios.
7. O momento (*timing*) está adequado para o projeto, devido ao mercado estar em baixa.
8. Não é necessário nada em pagamento no início do negócio.

### **Contras:**

1. A taxa T/C de US\$ 10 mil ao dia é vista como contendo um ágio de US\$ 500 por dia. É difícil julgar se os benefícios, incluindo a partilha de lucro de 40%, podem justificar o ágio.
2. A taxa T/C de 10 anos é um compromisso de longo prazo. Caso alguns fatores subjacentes venham abaixo - por exemplo, o fornecedor de carga vá à falência - há ainda mais um compromisso a descoberto para o GI.
3. Embora não seja necessário nada em pagamento no início do negócio, a taxa T/C de US 10 mil por dia em 10 anos ainda é um dos principais fatores para a consumação do Projeto. Portanto, pode-se questionar se a partilha de lucro de 40% é de fato suficiente.