

Data de Publicação: 15 de abril de 2008

## 2008 Critérios de Ratings Corporativos - Metodologia Analítica

Analistas: Sol B Samson, Nova York, (1) 212-438-7653, [sol\\_samson@standardandpoors.com](mailto:sol_samson@standardandpoors.com); Neri Bukspan, Nova York, (1) 212-438-1792, [neri\\_bukspan@standardandpoors.com](mailto:neri_bukspan@standardandpoors.com); Emmanuel Dubois-Pelerin, Paris, (33) 1-4420-6673, [emmanuel\\_dubois-pelerin@standardandpoors.com](mailto:emmanuel_dubois-pelerin@standardandpoors.com)

(Nota do Editor: Este artigo de critérios foi originalmente publicado em 15 de abril de 2008. Estamos republicando-o após nossa revisão periódica concluída em 27 de fevereiro de 2012. Este artigo substitui o relatório *Corporate Ratings Criteria 2008*, publicado em 15 de abril de 2008. A Tabela 2 deste artigo não é mais a atual. Para a versão mais recente, por favor consulte *Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded*, publicado em 27 de maio de 2009).

### Metodologia analítica

A metodologia de ratings da Standard & Poor's Ratings Services se baseia em uma análise fundamental. Nosso modelo vem evoluindo ao longo do tempo com o objetivo de refletir a maior complexidade e volatilidade que as empresas enfrentam. Atualmente, a análise de ratings coloca uma maior ênfase na adequação do fluxo de caixa e na liquidez do que no passado. Nossa análise da rentabilidade era parte da avaliação do risco financeiro, mas agora enfatizamos seu papel como parte de nossa avaliação do risco de negócios e da competitividade.

### Resumo

Nos últimos cinco a seis anos, temos intensificado a atenção nos aspectos contábeis e na governança corporativa. A orientação a risco por parte da administração sempre se constituiu uma parte crítica de nossas decisões de rating, mas agora há um ambiente corporativo mais complexo – que inclui a disponibilidade de instrumentos financeiros e transações ainda mais complicadas. Por consequência, precisamos nos aprofundar mais na análise das práticas e políticas da administração, incluindo diversas questões, que vão desde o controle acionário até a independência do Conselho de Administração aos estratagemas dos itens não incluídos nas contas patrimoniais do balanço (*off-balance sheet*).

### Matriz de risco de negócios/risco financeiro

A Standard & Poor's se empenha para a transparência em todo o seu processo de rating. No entanto, é crítico notar – e isso deveria ser evidente – que os processos de ratings não podem se reduzir a uma abordagem de “livro de receitas”: os ratings incorporam muitos elementos e opiniões subjetivas, além de continuarem sendo uma mistura de arte e ciência.

Nossa metodologia de análise corporativa organiza o processo analítico de acordo com uma estrutura comum, dividindo a avaliação em várias categorias de forma que se considerem todas como aspectos relevantes. As primeiras categorias envolvem a análise intrínseca do negócio, seguida pela análise financeira. (Ratings de crédito frequentemente são identificados com análise financeira – especialmente indicadores. Publicamos estatísticas de indicadores e parâmetros – *benchmarks* – para setores e também para empresas individuais. Mas a análise de rating se inicia com a avaliação do perfil de negócios e competitivo da empresa. Duas empresas com métricas financeiras idênticas são avaliadas de forma bem diferente conforme seus desafios e perspectivas de negócios se difiram).

Desenvolvemos a matriz na tabela 2 para explicitar os resultados de rating característicos a várias combinações de risco de negócios/risco financeiro. A tabela ilustra a relação entre o perfil de risco de negócios e o de risco financeiro com o rating de crédito de emissor. Abaixo mostramos como as tabelas podem ser usadas para se obter um melhor entendimento de nossas conclusões de rating.

**Tabela 2 - Risco de negócios/Risco financeiro**

Perfil de risco de negócios	--Perfil de risco financeiro--				
	Mínimo	Moderado	Intermediário	Agressivo	Altamente Alavancado
Excelente	AAA	AA	A	BBB	BB
Forte	AA	A	A-	BBB-	BB-
Satisfatório	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Fraco	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnerável	BB	B+	B+	B	B-
Métricas indicativas de risco financeiro*	Mínimo	Moderado	Intermediário	Agressivo	Altamente Alavancado
Fluxo de caixa (Geração interna de caixa ou FFO/Dívida) (%)	Acima de 60	45-60	30-45	15-30	Abaixo 15
Alavancagem de dívida (Dívida total/Capital) (%)	Abaixo de 25	25-35	35-45	45-55	Acima de 55
Dívida/EBITDA (x)	<1.4	1.4-2.0	2.0-3.0	3.0-4.5	>4.5

\*Totalmente ajustado, historicamente demonstrado, e espera-se que continue de forma consistente.

### O caso hipotético da empresa ABC

Considera-se que a empresa ABC tem um perfil de risco de negócios satisfatório, característico de um emissor industrial com um rating baixo da categoria grau de investimento. Se o seu risco financeiro for “intermediário”, o resultado de rating esperado deverá ser ‘BBB’.

Os indicadores de fluxo de caixa sobre dívida (35%) da ABC e a alavancagem de dívida (dívida total sobre EBITDA de 2,5x) são realmente característicos do risco financeiro intermediário. (A avaliação do risco financeiro realmente não é tão simples: ela abrange políticas financeiras e tolerância a risco, volatilidade e riscos de desempenho futuro, diversas perspectivas de adequação de fluxo de caixa – incluindo fluxo de caixa livre e o grau de flexibilidade em relação aos investimentos, além de várias medidas de liquidez – que abrangem a cobertura de vencimentos de curto prazo.

A empresa ABC pode aspirar a uma elevação para a categoria ‘A’ reduzindo sua carga de endividamento de maneira que o fluxo de caixa em relação à dívida seja superior a 60% e a alavancagem de dívida seja somente 1,5x. Por outro lado, a ABC pode optar por se tornar financeiramente mais agressiva – talvez decida recompensar os acionistas por meio de empréstimos para recomprar suas ações. A empresa pode ter uma expectativa de ser avaliada na categoria ‘BB’ se seu indicador de fluxo de caixa sobre dívida for de 20% e a alavancagem de dívida permanecer em 4x – e houver um compromisso de manter suas métricas nesses níveis.

### A matriz do rating serve como uma diretriz, e não é uma forma rígida pré-fixada

A matriz do rating não se destina a ser precisa. Pode sempre haver pequenos aspectos positivos e negativos que levariam a um degrau maior ou menor do que o resultado típico.

Além disso, sempre há exceções – casos que não se enquadram perfeitamente nessa estrutura analítica. Por exemplo, as preocupações com liquidez ou disputas judiciais poderiam representar riscos generalizados. Além disso, a matriz não trata dos níveis mais baixos do espectro de crédito (ou seja, da categoria ‘CCC’ e abaixo). Esses ratings, por definição, refletem alguma crise iminente ou vulnerabilidade extraordinária, e a abordagem equilibrada que sustenta a estrutura da matriz não se presta em si a essas situações.

### Categorias de análises de crédito corporativo

As categorias subjacentes a nossa avaliação do risco de negócios e do risco financeiro são:

- Risco de negócios
- Risco-país
- Características setoriais

- Posição competitiva
- Rentabilidade/comparações com o grupo de pares

## Risco financeiro

- Governança/tolerância a risco/políticas financeiras
- Contabilidade
- Adequação do fluxo de caixa
- Estrutura de capital/proteção de ativos
- Liquidez/fatores de curto prazo

Note que não temos ponderações pré-determinadas para essas categorias. A importância de fatores específicos varia caso a caso.

## Considerações do risco de negócios

**Risco-país.** O ambiente operacional em um país em particular – incluindo, de modo relevante, o estresse relacionado ao soberano – pode ter um impacto substancial sobre a qualidade de crédito de uma empresa, tanto direto quanto indireto. Os ratings de crédito soberano indicam o risco geral que enfrentam as entidades locais, mas eles podem não capturar totalmente o risco aplicável ao setor privado. Portanto, quando atribuímos rating a uma empresa ou a companhias do setor de infraestrutura ou, ainda, a projetos, a análise vai muito além dos ratings soberanos para avaliar o risco-país e o risco econômico específico que podem impactar a qualidade de crédito da entidade. Esse risco-país ou risco econômico se refere ao impacto das políticas governamentais sobre o ambiente financeiro e de negócios do devedor e sobre a capacidade de uma empresa para se proteger desses riscos.

**Fatores setoriais.** Cada análise de rating incorpora uma avaliação do ambiente de negócios da empresa. O grau de risco de operar que uma entidade enfrenta depende quase sempre das dinâmicas da indústria na qual participa. Nossa análise setorial foca-se na solidez das perspectivas da indústria, bem como nos fatores competitivos que afetam essa indústria.

Entre os diversos fatores avaliados estão as perspectivas setoriais para crescimento, estabilidade ou declínio e o padrão dos ciclos de negócio. É essencial, por exemplo, determinar a vulnerabilidade a mudanças tecnológicas, a movimentos de trabalhadores, à interferência regulatória ou a alterações no equilíbrio entre oferta e demanda. Nosso conhecimento sobre os planos de investimento dos grandes participantes de uma determinada indústria proporciona um ponto de vantagem único com relação ao perfil da indústria futuro.

A análise do risco setorial define o estágio para avaliar os fatores de risco e os elementos-chave específicos da companhia para o sucesso e assim determinar a prioridade desses fatores na avaliação geral. Por exemplo, se tecnologia é um fator competitivo crítico, ressalta-se a habilidade da área de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D). Se a indústria produz uma *commodity*, então o custo de produção assume maior importância.

Contudo, para qualquer empresa específica, um ou mais fatores podem ter uma relevância especial, mesmo se estes não forem comuns à indústria. Por exemplo, uma empresa que possua apenas uma grande unidade de produção, geralmente se considera como uma área de vulnerabilidade. De maneira similar, a dependência de um único produto gera riscos, mesmo que o produto seja de grande êxito (por exemplo, uma indústria farmacêutica com apenas um medicamento de sucesso de público que está sujeito à competição e à expiração da patente).

**Posição competitiva.** A posição competitiva representa um fator crítico para a análise do risco de negócios de uma empresa em nossa avaliação e, com frequência, pode ter um impacto significativo sobre o rating de dívida de um emissor. Para estabelecer a posição competitiva de um determinado emissor, observamos os principais fatores relativos à sua indústria específica. Um fator-chave para uma indústria farmacêutica poderia ser, por exemplo, a área de P&D, enquanto marketing seria um aspecto particularmente importante para uma empresa de produtos de consumo.

O tamanho e a diversificação da empresa em geral desempenham um papel importante. Embora não tenhamos estabelecido nenhum critério sobre o tamanho mínimo para um determinado nível de rating, o tamanho de uma empresa tende a estar bastante correlacionado aos níveis de rating. Isso ocorre porque as empresas maiores geralmente se beneficiam de economias de escala e/ou de diversificação, o que se traduz em uma posição competitiva mais forte. As pequenas empresas são, quase que por definição, mais concentradas em termos de produtos, número de clientes e região geográfica. À medida que os mercados e as economias regionais mudam, um escopo mais amplo de negócio proporciona proteção.

Pequenas empresas, algumas vezes, são valorizadas pelo maior potencial de crescimento delas. No entanto, expansão rápida frequentemente está sujeita a uma execução fraca (mesmo se a ideia for bem concebida) e pode também estimular uma empresa a ser excessivamente ambiciosa, o que poderia envolver risco adicional.

**Avaliação da administração.** A administração é avaliada por seu papel em determinar o sucesso operacional e também por sua tolerância a risco. O primeiro aspecto se incorpora na análise do risco de negócios; o segundo se pondera como um fator da política financeira.

Julgamentos subjetivos ajudam a determinar cada aspecto da avaliação da administração. As opiniões formadas durante as reuniões com os executivos da administração são tão importantes quanto o histórico da administração. Embora um histórico possa dar a impressão de oferecer uma base mais objetiva para a análise, com frequência é difícil determinar o quanto os resultados da empresa devem ser atribuídos às competências da administração.

Os planos e políticas da administração são julgados com base no realismo deles. A maneira como são implementados determina a visão sobre a consistência e credibilidade da administração. Políticas declaradas nem sempre são seguidas e um rating pode refletir ceticismo até que a administração estabeleça sua credibilidade. A credibilidade pode tornar-se uma questão crítica quando uma empresa enfrenta estresse ou reestruturação, e devemos decidir se depende da administração conduzir os planos para o restabelecimento da qualidade de crédito.

**Rentabilidade/Comparações com o grupo de pares.** O potencial de geração de receitas é um fator determinante crítico da proteção creditícia. Uma empresa que gera margens operacionais e retornos sobre capital mais altos apresenta uma maior capacidade para produzir capital internamente, atrair capital externo e suportar as adversidades do negócio. A capacidade de geração de receitas, em última instância, atesta o valor dos ativos da empresa também.

Além disso, as conclusões sobre a rentabilidade também funcionam como uma boa verificação da consistência de nossa análise do risco de negócios: o desempenho de lucro de uma empresa oferece um teste decisivo de sua posição competitiva e saúde intrínseca. Nesse sentido, comparar os principais indicadores de rentabilidade das empresas pares é de grande importância.

### **Considerações do risco financeiro**

Depois de avaliar o ambiente operacional e a posição competitiva do emissor, a análise prossegue para diversas categorias financeiras. Para reiterar, o perfil de risco de negócios da empresa determina o nível do risco financeiro apropriado para qualquer categoria de rating. O risco financeiro é refletido em grande parte utilizando meios quantitativos, em especial utilizando indicadores financeiros. Normalmente são necessários diversos ajustes analíticos para calcular os indicadores financeiros de uma empresa individual. (ver *Encyclopedia of Analytical Adjustments*). As comparações internacionais demandam cuidado adicional, dadas as diferenças nas convenções contábeis e nos sistemas financeiros locais.

**Política financeira.** Damos grande importância às filosofias e políticas da administração que envolvem risco financeiro. Um número surpreendente de empresas não tem dado grande importância a esse tema, e uma quantidade menor ainda tem chegado a conclusões sólidas. Para muitas outras, a alavancagem de dívida (calculada sem quaisquer ajustes para as demonstrações financeiras reportadas) é o único ponto central dessas considerações de políticas. Os administradores de negócios mais sofisticados contam com políticas minuciosas que reconhecem os parâmetros do fluxo de caixa, a interação entre o risco de negócios e o risco financeiro, e a necessidade para ajustar dados financeiros visando refletir necessidades e perspectivas diferentes.

Mesmo aquelas empresas que estabelecem metas podem não ter os recursos necessários, nem a disciplina nem o compromisso da administração para alcançar esses objetivos. As metas de alavancagem, por exemplo, precisam ser vistas no contexto do histórico de um emissor e das dinâmicas financeiras que afetam o negócio.

**Características contábeis e risco de informação.** As demonstrações financeiras e as divulgações relacionadas funcionam como nossa fonte primária de informações com relação à condição financeira e ao desempenho financeiro das empresas do setor industrial e de infraestrutura. A análise das demonstrações financeiras começa com uma avaliação dos aspectos contábeis. O objetivo é determinar se os indicadores e as estatísticas derivados das demonstrações financeiras podem ser usados apropriadamente para medir o desempenho de uma empresa e sua posição tanto com relação ao seu grupo direto de pares quanto com um universo maior de emissores corporativos. O processo de rating é, em parte, uma das comparações, de forma que é importante contar com uma estrutura comum de referência.

Ajustes analíticos são feitos para melhor retratar a realidade e nivelar as diferenças entre as empresas – embora raramente seja possível remodelar completamente as demonstrações financeiras de uma empresa. Mesmo quando a possibilidade de realizar ajustes seja limitada, é importante pelo menos ter uma noção do grau pelo qual os diferentes indicadores financeiros são sobreestimados ou subestimados.

Além de sua importância para os aspectos quantitativos da análise, as conclusões sobre os aspectos contábeis e a transparência financeira também podem influenciar os aspectos qualitativos da análise, como, por exemplo, a avaliação da administração.

**Adequação do fluxo de caixa.** Pagamentos de principal ou de juros não podem ser atendidos fora do lucro, o qual é apenas um conceito contábil; o pagamento tem de ser feito em dinheiro. Embora exista normalmente uma forte relação entre fluxo de caixa e rentabilidade, muitas transações e registros contábeis afetam um e não o outro. A análise dos padrões de fluxo de caixa pode revelar uma capacidade do serviço da dívida mais sólida ou mais fraca do que poderia mostrar a partir dos lucros.

A análise frequentemente se foca nos níveis de geração interna de caixa (FFO, na sigla em inglês para *Funds From Operations*), mas também prestamos uma atenção estreita às oscilações de capital de giro, às necessidades de investimentos e às distribuições aos acionistas a fim de ter um cenário completo sobre a adequação do fluxo de caixa.

Normalmente, a análise do fluxo de caixa é o único aspecto mais crítico das decisões de rating de crédito, tornando-se ainda mais importante para os emissores com ratings em grau especulativo. Embora as empresas avaliadas no grau de investimento geralmente tenham pronto acesso a financiamento externo para cobrir deficiências de recursos (*shortfalls*) temporárias, os emissores no grau especulativo não contam com esse nível de flexibilidade e possuem menos alternativas para gerar caixa internamente a fim de atender o serviço da dívida.

**Estrutura de capital e proteção de ativos.** A revisão da estrutura de capital de um emissor representa uma parte importante de nossa análise de sua posição financeira, a qual abrange o nível e a composição da dívida empregada (ou seja, a taxa pré-fixada/variável, vencimentos, moedas, com ou sem garantia). Essa análise nos ajuda a determinar a flexibilidade financeira de uma empresa e o quanto é alavancada. Naturalmente, quando observamos a alavancagem, nossa análise vai além da dívida reportada no balanço patrimonial e inclui itens como arrendamentos (*leasings*), passivos com fundos de pensão e com assistência médica a aposentados, garantias e passivos contingentes.

Além disso, a composição de ativos de uma empresa é um determinante crítico da alavancagem adequada para um determinado nível de risco. Os ativos com fluxos de caixa e valores de mercado estáveis justificam um maior uso de financiamento com dívida do que aqueles com comerciabilidade duvidosa. Consequentemente, acreditamos que é crítico avaliar cada tipo de negócio e classe de ativos por eles mesmos. Embora a Junta de Normas de Contabilidade Financeira (FASB, na sigla em inglês para *Financial Accounting Standards Board*) e as normas internacionais de contabilidade (IAS, na sigla em inglês) requeiram agora a consolidação das unidades de negócio não homogêneas, a Standard & Poor's as analisa separadamente.

**Liquidez/Fatores de curto prazo.** Nesta “Seção,” abordamos vários aspectos que não se enquadram em outras categorias. Consideramos o potencial impacto das contingências, junto com os planos de contingência da empresa, que incluem problemas legais sérios, falta de cobertura de seguro ou cláusulas financeiras restritivas (*covenants*) em acordos de empréstimos que deixam a empresa exposta aos seus banqueiros. O acesso a vários mercados de capitais, afiliações com outras entidades e a capacidade para vender ativos são fatores importantes para determinar as opções de uma empresa em uma situação de estresse

**Análise dos cronogramas de vencimentos de dívida.** A flexibilidade pode ser prejudicada quando um emissor depende demasiadamente de empréstimos bancários ou da emissão de *commercial paper*. A emissão de *commercial paper*, sem contar com os respaldos adequados, é um grande fator negativo.

Como empresas em funcionamento (*going concerns*), não se deve esperar que elas repaguem suas dívidas liquidando as operações. Claramente, há pouco benefício em vender propriedades de recursos naturais ou de instalações de manufatura se elas devem ser substituídas em poucos anos. Todavia, a capacidade para gerar caixa por meio da venda de ativos incrementa a flexibilidade financeira de uma empresa.

## Risco-país

O risco-país – que é o risco de fazer negócios em um determinado país – é um componente crítico de muitos ratings, em especial, para as empresas dos mercados emergentes. O grande número de *defaults* corporativos na Argentina durante a crise de 2001-2002 estava relacionado a uma combinação de fatores macroeconômicos, como a severa depreciação da moeda e a fraca atividade econômica, e a ações do governo, como a “pesificação” (conversão de moeda estrangeira em pesos) de obrigações financeiras, tarifas de serviços públicos e a maioria de outros contratos denominados em dólar a uma taxa de câmbio desfavorável sob a perspectiva de um credor.

O risco-país difere do risco de crédito soberano – que é o risco de o governo soberano entrar em *default* em suas obrigações de dívida comercial. Frequentemente, o risco-país está correlacionado à qualidade de crédito soberana, mas nem sempre.

Dependendo da solidez financeira de uma companhia individual ou de um setor industrial, uma empresa pode ter uma capacidade maior ou menor para suportar choques macroeconômicos ou outros riscos relacionados ao país. Por exemplo, diversos – mas não todos – os exportadores brasileiros tiveram um bom desempenho durante 2002 apesar do severo aperto de crédito no mercado, dada a relutância do governo de intervir com linhas de financiamento à exportação. Os bancos comerciais e os de desenvolvimento estaduais continuaram a fornecer linhas de crédito aos grandes exportadores, apesar de o soberano ter sofrido estresse de crédito. A maioria das empresas russas continuou a performar e a atender a dívida externa lastreada por exportação em 1998-1999 quando o soberano estava em *default*.

Por outro lado, o fortalecimento da qualidade de crédito do estado soberano não melhora necessariamente o ambiente de negócios – ou o risco-país relevante. Por exemplo, embora a qualidade de crédito do governo soberano da Rússia esteja melhorando, o ambiente operacional permanece de risco. Todos os ratings atribuídos a empresas russas incorporam incertezas com relação à execução das normas regulatórias e legais e o ambiente de governança corporativa ainda fraco.

Certas indústrias tendem a ser mais afetadas por questão soberanas do que outras. O arcabouço regulatório e as condições gerais da economia afetam muito bancos e entidades do setor de infraestrutura. No extremo oposto do espectro estão as empresas orientadas à exportação que são menos afetadas pelas condições econômicas locais e, em geral, se beneficiam da depreciação da moeda. Todavia, mesmos os exportadores estão expostos ao risco-país. Estão sujeitos, por exemplo, às regras locais do mercado de trabalho e ao abastecimento de insumos, e poderiam sofrer ruptura no acesso ao mercado financeiro por causa das percepções dos investidores relativas ao soberano. O nacionalismo no manejo dos recursos pode fazer com que as indústrias de *commodities* orientadas à exportação sejam mais prováveis de se tornarem alvos de intervenção soberana seletiva.

A exposição ao risco-país pode diferir mesmo entre uma empresa e outra. Por exemplo, na Rússia, os grandes produtores de óleo e gás podem estar individualmente sujeitos a diferentes riscos pela interferência do governo.

As entidades vinculadas a governos (GREs, na sigla em inglês para *Government-Related Entities*) geralmente usufruem de algum tipo de suporte governamental, mas também enfrentam os riscos gerais do país. Embora a intervenção soberana seletiva dificilmente seja um problema para essas empresas, no que se refere à expropriação imediata, estão sujeitas ainda aos riscos regulatórios e tributários do país, às limitações de infraestrutura ou às oscilações nas taxas de câmbio. Há vários exemplos em que o soberano tem induzido as entidades vinculadas a governos a reduzir seus orçamentos de investimentos de capital, aumentar a carga tributária ou a pagar dividendos extraordinários quando aumentam as pressões econômicas.

### **Metodologia de risco-país e interação com o rating soberano**

Os principais riscos relacionados ao soberano e à indústria que afetam e, algumas vezes, limitam a qualidade de crédito das empresas em uma determinada jurisdição incluem diversos riscos econômicos, financeiros, regulatórios e setoriais que podem afetar as operações diárias, as decisões de investimento de longo prazo e, naturalmente, a capacidade de pagamento.

Dividimos os principais fatores de risco-país, que poderiam afetar o setor privado, em duas categorias: Riscos Econômicos/Políticos e Riscos Setoriais.

#### **Riscos econômicos/políticos**

- Perspectivas de crescimento de um país;
- Ciclos do negócio;
- Fatores políticos que influenciam o ambiente de negócios;
- Níveis de inflação atuais e projetados;
- Riscos cambiais que afetam o fluxo de importações, exportações e a balança de pagamentos;
- O sistema de pagamentos e a solidez e profundidade do sistema bancário;
- Taxas de juros e spreads;
- Profundidade e liquidez dos mercados de capitais locais; e
- Acesso aos mercados internacionais para transações comerciais ou financeiras.

#### **Riscos relacionados à indústria/riscos setoriais**

- Restrições ou incentivos no mercado de trabalho;
- A solidez e direção política dos sindicatos;
- Custo de mão-de-obra e experiência com greves;
- Condições da infraestrutura em geral no país – com as potenciais limitações sobre o abastecimento de água, o custo de energia e o preço e disponibilidade de óleo e gás;
- Serviços fracos de transportes em rodovias, portos e aeroportos;
- Transparência na divulgação de relatórios financeiros e contábeis no país;
- Sistemas legais dos governos federal e estadual;
- Risco regulatório para o setor de infraestrutura, bancos e outras entidades reguladas;
- Existência ou potencial para forte tributação; e
- Riscos relacionados à corrupção que afetam as operações rotineiras.

#### **Experiência passada**

Os principais fatores de risco-país que afetaram o desempenho financeiro e resultaram em *defaults* corporativos no passado foram os seguintes:

- Descasamento de moedas nas operações e obrigações financeiras combinado com uma profunda depreciação da moeda local;
- Controles de preços combinados com aumentos drásticos nos preços das matérias-primas;

- Contração repentina de liquidez, combinada a um enfraquecimento geral do sistema financeiro e a um possível congelamento de depósitos bancários;
- Aumentos significativos no custo de financiamentos pelos intermediários financeiros, se disponíveis;
- Atrasos nos pagamentos de clientes domésticos, incluindo os próprios soberanos ou entidades vinculadas ao governo;
- Aumento nas tarifas ou impostos de exportações;
- Prolongadas greves de trabalho com exigências excessivas;
- Mudanças hostis nas regulamentações;
- Contração do Produto Interno Bruto (PIB) e menor demanda doméstica durante vários meses ou anos;
- Restrições soberanas para acesso a divisas estrangeiras necessárias para o serviço da dívida; e
- Conversão forçada das obrigações denominadas em moeda estrangeira para moeda local.

## Ratings

De acordo com a nossa metodologia, os ratings de uma empresa poderão exceder os do soberano se esperarmos que ela continue performando e cumpra suas obrigações financeiras, mesmo durante um cenário de *default* do soberano em moeda estrangeira e/ou local. A empresa deve demonstrar que está significativamente protegida dos fatores de risco relacionados ao país e ao soberano, com base em experiências passadas e cenários prováveis. Nos casos em que há esse potencial, realizaremos cenários adicionais de estresse de risco-país e daqueles relacionados ao soberano como parte da análise de rating.

Além disso, os ratings acima daqueles atribuídos ao soberano são possíveis quando há forte suporte implícito ou explícito de uma controladora com rating extremamente alto em outra jurisdição, e/ou há significativa diversidade de fluxo de caixa derivada das operações em diversos países.

Os ratings em moeda estrangeira de uma entidade normalmente seriam limitados pela avaliação de Transferência & Conversibilidade (T&C) para um determinado país – geralmente maior do que o rating em moeda estrangeira do soberano. (Ver *Ratings Above The Sovereign: Foreign Currency Rating Criteria Update*, publicado em 3 de novembro de 2005). As avaliações de risco T&C são publicadas mensalmente para todos os soberanos avaliados. No entanto, os ratings em moeda estrangeira de uma empresa podem exceder a avaliação de T&C em casos de: métricas de crédito e perspectivas de negócios muito fortes, conforme projetados mesmo frente a um cenário de *default* soberano; fortes incentivos para o serviço da dívida estrangeira (vinculado ao sistema de comércio global); ou uma capacidade projetada para gerar fluxo de caixa em moeda estrangeira suficiente para cobrir confortavelmente as saídas em moeda estrangeira.

A partir de 2007, os ratings em moeda estrangeira de 68 entidades em 21 países excederam o rating atribuído ao soberano do país de domicílio. (Ver *Transfer And Convertibility Assessment History Since November 2005*, publicado em 7 de junho de 2007). Somente um número reduzido, no entanto, excedeu a avaliação de T&C.

## Risco da Indústria/Setorial

A análise do risco da indústria estabelece o estágio para a análise específica da empresa. A meta é desenvolver uma sólida compreensão dos negócios externos e ambiente operacional da empresa. A análise setorial se foca nas perspectivas da indústria, bem como na identificação dos fatores competitivos, riscos e desafios que afetam os participantes dessa indústria. Uma vez identificadas as considerações fundamentais de risco-país e da indústria, o processo da análise de crédito avança para uma segunda fase – a análise específica da empresa.

As características da indústria – e o *mix* de oportunidades e riscos que elas representam – incluem o potencial de crescimento e de lucro do setor, o grau de ciclicidade, facilidade de entrada, natureza e grau de competição, intensidade de capital, estrutura operacional e de custos, regulação e tecnologia. Empresas bem posicionadas para aproveitarem esses principais propulsores da indústria – ou para atenuarem os riscos associados de forma mais efetiva – possuem uma vantagem competitiva, e um perfil de risco de negócios mais forte.

## Avaliação do perfil de risco de uma indústria

Embora as características pertinentes ao risco de crédito entre as indústrias sejam amplamente similares, o impacto desses fatores pode variar significativamente entre as indústrias. A Tabela 3 destaca como um conjunto comum de características/métricas da indústria pode ser aplicado para identificar o impacto de crédito relativo dos principais fatores da indústria entre algumas grandes indústrias dos EUA.

Algumas indústrias são muito mais afetadas pelos fatores nacionais do que outras. A natureza e o impacto das principais características podem variar consideravelmente entre países para uma determinada indústria. Empresas do setor de infraestrutura, de telecomunicações e de varejo tendem a ser mais afetadas pelas características nacionais. Por outro lado, os setores de óleo & gás, químicos e de tecnologia são de natureza mais global, e tendem a ser menos influenciados pelos fatores domésticos.

**Tabela 3 - Principais características da indústria e fatores determinantes do risco de crédito**

Impacto do risco de crédito: Alto (H, na sigla em inglês para High); Médio (M); Baixo (L, na sigla em inglês para Low)						
Fatores de Risco	Ciclicidade	Competição	Intensidade de capital	Risco de tecnologia	Regulatório/Governo	Sensibilidade à energia
Indústria	H	H	H	L	M/H	H
Companhias Aéreas (EUA)	H	H	H	M	M	H
Automobilística*	H	H	H	M	M	M
Fornecedores automotivos*	H	H	M	H	L	L/M
Alta tecnologia*	H	H	H	M	M/H	H
Mineração*	H	H	H	L	M	L
A maior parte dos produtos*	H	H	H	L	M	H
Hotéis*	H	H	H	L	L	M
Naval*	H	H	H	L	L	M
Poder competitivo *	H	H	M	L	H	H
Telecomunicações (Europa)	M	H	H	H	H	L

\*Global.

## Um exemplo de influências específicas do país: Telecomunicações

Embora a indústria de telecomunicações recentemente tenha sido a principal propulsora da globalização, e as plataformas de tecnologia e conectividade fornecidas pelas empresas de telecomunicações formaram a espinha dorsal da rede global de voz, vídeo de dados e serviços de Internet, ela não tem um perfil uniforme de crédito global. Poucas operadoras líderes têm se diversificado internacionalmente por meio da construção de redes em várias regiões e países, embora não se possa dizer que alguma delas seja global. Um grande impedimento para a criação de verdadeiros participantes globais é que muitos governos enxergam a indústria como sendo de importância estratégica nacional; de forma que, no caso das empresas do setor de infraestrutura, as barreiras para a expansão e diversificação internacional/global geralmente são substanciais. O alto custo da entrada internacional inclui disponibilidade e despesas de licenças e frequências sancionadas pelo governo, despesas de capital para a construção de rede e, em mercados emergentes, geralmente a exigência de compartilhamento de lucros e decisões da gestão com parceiros locais. O grau de competição em telecomunicações é em muitos países uma função direta da política e regulação do governo, bem como de outros fatores, tais como a densidade populacional e de negócios. Os mercados nacionais com maior risco de crédito de telecomunicações tendem a ser aqueles com alto grau de competição, nos quais as perspectivas de crescimento são limitadas pela maturidade do mercado, e a política ou ações governamentais e regulatórias têm estimulado a competição, e historicamente têm sido inconsistentes: o Reino Unido é um exemplo desse mercado. Por outro lado, em mercados com níveis menores de competição (geralmente em razão das políticas e regulações governamentais que visam suportar níveis de preços e margens de lucro, e criam geração de caixa excedente para financiar gastos com infraestrutura pelas concessionárias), e altas perspectivas de crescimento, o perfil de risco de

crédito do setor pode ser muito mais favorável. Um bom exemplo deste último mercado é a China. As principais métricas de ratings, tais como as margens operacionais, cobertura EBITDA e índices de alavancagem para as empresas dominantes de telefonia fixa e móvel da China refletem essa vantagem e estão entre as empresas de telecomunicação avaliadas mais fortes. No entanto, no caso da China, os ratings dessas empresas são restringidos pelas considerações de risco país/soberano. Mercados em que a competição é limitada pela política do governo são obviamente suscetíveis ao longo do tempo às mudanças da política que levam a uma maior liberalização do mercado. Embora a possibilidade de uma grande política de reversão na China atualmente pareça baixa, é fundamental que qualquer probabilidade de mudanças que promova maior competição seja incorporada na análise em mercados nos quais existe um alto grau de proteção do governo.

### **Indústrias de alto risco**

Determinados setores historicamente experimentaram taxas de *default* mais altas e comportamento de transição para baixo. Isso pode ser vinculado às principais características da indústria de alto risco. Os ratings dentro dessas indústrias tendem a se agrupar, porque a diferenciação competitiva geralmente é difícil de alcançar e as necessidades de financiamento são relativamente similares.

Ainda assim, é crucial não pintar uma indústria inteira com o mesmo pincel. De fato, o estresse de muitas empresas em uma determinada indústria pode resultar do desempenho e execução superiores de seus concorrentes. Essa divergência competitiva deve ser espelhada em um perfil bifurcado de ratings para essa indústria.

Fatores que possuem um alto impacto sobre o risco de crédito são a ciclicidade, competição, intensidade de capital, risco tecnológico, regulamentação/desregulamentação e sensibilidade aos custos de energia.

Indústrias maduras muito competitivas geralmente possuem empresas estabelecidas há muito tempo com estruturas de custos herdadas/inflexíveis (decorrentes de questões trabalhistas, pensão e/ou ambientais, dentre outros). As indústrias nessa categoria incluem automobilísticas, companhias aéreas e de aço integrado.

### **Ciclicidade**

Os ciclos da indústria não resultam somente da demanda flutuante, mas também, sobretudo, das oscilações na capacidade de oferta. (Esse acréscimo de capacidade nova geralmente ocorre em resposta aos avanços cíclicos na demanda). A construção excessiva da capacidade de produção agrava a pressão competitiva e de lucros, especialmente no caso de uma desaceleração na demanda (um exemplo dessa dinâmica: a maior parte dos produtos químicos e naval).

O negócio de uma empresa pode ser prejudicado durante um período de desaceleração em que ela conduza as atividades sem recursos – ou sua posição competitiva pode ser alterada de forma permanente. No lado extremo, uma empresa não sobreviverá a uma desaceleração cíclica para participar na retomada. Dessa forma, tudo o mais se mantendo constante, as empresas sujeitas à ciclicidade são avaliadas com ratings mais baixos do que aquelas não cíclicas.

Tentamos evitar a atribuição de ratings altos para uma empresa em seu pico de prosperidade cíclica, caso se espera que esse nível de desempenho seja apenas temporário. Da mesma forma, podemos não rebaixar os ratings para refletir o enfraquecimento de desempenho em razão de fatores cíclicos se a desaceleração provavelmente for apenas temporária ou existirem boas perspectivas de a administração responder às mudanças nas circunstâncias.

Não é que os ratings não sejam ajustados com as etapas de um ciclo: em vez disso, a faixa dos ratings não espelhariam totalmente a amplitude dos altos e baixos cíclicos da empresa, dada a expectativa de que um padrão cíclico persistirá. A expectativa de mudança do nível de desempenho atual – para melhor ou pior – compensa qualquer ação de rating.

Não temos como objetivo – e nem podemos ter – “atribuir ratings ao longo do ciclo” inteiramente. Rating ao longo do ciclo exige uma capacidade para prever o padrão cíclico – normalmente extremamente difícil de se fazer. As etapas de um ciclo provavelmente serão mais longas ou mais curtas, ou mais íngremes ou menos severas, do que simplesmente uma repetição de ciclos anteriores. A interação dos ciclos a partir de diferentes partes do globo e da convergência das

forças seculares e cíclicas são complicações adicionais.

Além disso, mesmos os ciclos previsíveis podem afetar empresas individuais de forma a ter um impacto duradouro na qualidade de crédito. Conforme observado, uma empresa pode fracassar durante a desaceleração cíclica. Por outro lado, uma empresa pode acumular caixa suficiente na fase de recuperação para mitigar os riscos da próxima desaceleração.

Além disso, o sentimento do investidor sobre os créditos cíclicos pode variar ao longo de um ciclo, com ramificações importantes para a flexibilidade financeira. Quaisquer que sejam as nossas visões sobre a capacidade de resistência de longo prazo de uma determinada empresa, o grau de confiança pública na viabilidade financeira da empresa determina seu acesso aos mercados de capitais, créditos bancários e, até mesmo, às linhas de crédito de exportação – para melhor ou pior. Consequentemente, a psicologia e as percepções dos provedores de capital devem ser levadas em conta.

A sensibilidade aos fatores cíclicos – e a estabilidade dos ratings – também variam consideravelmente ao longo do espectro de rating. À medida que a qualidade de crédito de uma empresa torna-se cada vez mais marginal, a natureza e o prazo das mudanças de curto prazo nas condições de mercado são mais prováveis de significar a diferença entre a sobrevivência e o fracasso. Uma desaceleração cíclica pode envolver a ameaça de *default* antes da oportunidade de participar da recuperação que pode se seguir. Nessas situações, as flutuações cíclicas normalmente levarão diretamente a mudanças de rating – possivelmente até mesmo a mudanças severas de rating em um período relativamente curto de tempo. Por outro lado, uma recuperação cíclica pode dar às empresas um fôlego que pode garantir uma melhora moderada ou dois desses níveis muito baixos.

Inversamente, as empresas vistas como tendo fortes fundamentos (ou seja, as que desfrutam de ratings na categoria grau de investimento) são improváveis de ver mudanças significativas de rating em razão dos fatores considerados cíclicos, a menos que o ciclo seja consideravelmente diferente do esperado, ou que o desempenho da empresa seja de certa forma excepcional em relação ao projetado.

(A estabilidade do rating para uma empresa ao longo de um ciclo também se presume consistência na estratégia de negócio e na política financeira. Na realidade, a psicologia da administração é muitas vezes fortemente influenciada pelo curso de um ciclo. Por exemplo, em meio a uma prolongada e altamente favorável recuperação cíclica, a resolução de uma dada administração para buscar uma estratégia de crescimento e política financeira conservadoras pode ser enfraquecida. Movimentos na psicologia da administração podem afetar não apenas as empresas individuais, mas as indústrias como um todo. Condições favoráveis de mercado podem estimular a atividade de aquisição ou a expansão da capacidade em toda a indústria).

### **Intensidade de capital**

À medida que um negócio é de capital intensivo, os horizontes de retorno/ponto de equilíbrio são muitas vezes mais distantes, em razão da necessidade de se investir pesadamente em ativos fixos/capacidade de produção. A utilização da capacidade/alavancagem operacional aumenta o perfil de risco.

Setores que são de capital intensivo e têm um alto grau de competição (ou seja, automotivos, naval, produtos florestais e metais & mineração) são especialmente sensíveis à necessidade de alta capacidade de utilização. No entanto, os setores de capital intensivo muitas vezes têm uma alta propensão para uma capacidade superexpandida em períodos de crescimento, levando a uma capacidade excedente, à intensa competição de preços e à deterioração nas margens. Ironicamente, talvez essas empresas também tendam a ter risco financeiro acima da média, visto que as necessidades de financiamento geralmente são substanciais e longas.

### **Mudança rápida**

Indústrias que passam por mudanças rápidas em razão de inovação tecnológica e/ou desregulamentação tendem a ter mais risco setorial. Barreiras para entrada podem ser consideravelmente reduzidas, permitindo a entrada de novos competidores que podem não ser onerados por modelos antigos de negócios, tecnologias e estruturas de custos das concessionárias.

Há um potencial maior para os pares da indústria se classificarem eles próprios como vencedores e perdedores – à medida que as empresas buscam diferentes estratégias/modelos de negócios. A qualidade da administração é particularmente importante nessas indústrias.

### **Riscos em indústrias maturando ou declinando**

Maturação econômica e ambientes demográficos podem levar à saturação de mercado (por exemplo, taxas de crescimento anêmicas na Europa Ocidental e no Japão para automóveis e aço). A mudança tecnológica pode estimular a substituição (telefones fixos pelos móveis; anúncios nas mídias tradicionais pelos de Internet; medicações farmacêuticas pelos biomedicamentos; e jornais/mídia impressa pelos serviços de notícias da Internet). Novos modelos de negócios podem levar à desintermediação (varejistas locais por megavarejistas, e companhias aéreas tradicionais por transportadoras de baixo custo).

Receitas estagnadas ou em declínio exigem reduções de custo para manter a rentabilidade. A diferenciação de produto também tende a ser difícil em ambientes de indústrias em fase de maturação, já que há um alto grau de correlação entre a maturidade da indústria e a comoditização de produto (as marcas asseguram a proteção das empresas contra a comoditização em alguns setores). A consolidação da indústria muitas vezes é um desafio –tanto para as empresas fazerem aquisições – quanto para aquelas deixadas para competir com elas.

### **Riscos em indústrias de rápido crescimento e imaturas**

A promessa de novas tecnologias e novos modelos de negócios – embora uma ameaça às empresas existentes – não é uma panacéia para os inovadores (por exemplo, Internet e empresas ponto.com). Indústrias de alto crescimento, especialmente aquelas impulsionadas pela mudança tecnológica, tendem a ter horizontes para o ponto de equilíbrio de investimentos de longo prazo, especialmente se elas forem de capital intensivo. A fase inicial delas está associada a perdas e a fluxo de caixa negativo.

A viabilidade comercial não provada de uma tecnologia nova e/ou modelo de negócio também as tornam candidatas fracas à obtenção de crédito. Indústrias novas em geral são financiadas em suas fases iniciais por meio de capital de investimento (por exemplo, biotecnologia).

Algumas indústrias de alta tecnologia/alto crescimento são vistas como tendo importância econômica e política para os governos nacionais, os quais podem protegê-las da competição de mercado na tentativa de estimular o desenvolvimento delas (conforme observado com as empresas de telecomunicações da China). As barreiras para entrada erguidas pelos governos na forma de licenciamento, leilão de franquia e leis de restrição de competição e aquisição por entidades não sancionadas são usadas para fornecer um ambiente protegido. No entanto, à medida que essas indústrias maturam, os governos as abrem para diferentes graus de competição permitindo novos entrantes ou removendo concessionárias que antes desfrutavam de privilégios monopolistas. Uma vez desreguladas, essas indústrias normalmente tornam-se muito mais arriscadas sob o ponto de vista de crédito, porque o aumento da concorrência deteriora as margens de lucro da indústria.

### **Indústrias “antigas” podem ser rejuvenescidas em mercados emergentes**

Nem todas as oportunidades de alto crescimento da indústria são criadas por novas tecnologias ou modelos de negócios. Atualmente, a rápida industrialização dos países em desenvolvimento (principalmente China e Índia) está criando indústrias em crescimento para produtos maduros – incluindo a fabricação de automóveis, bens de capital e aço. Além disso, os países que procuram atrair participantes estrangeiros oferecem ambientes protegidos e/ou assistência e incentivos.

Esse status pode provar-se tentador para empresas estrangeiras que estão estabelecendo operações, mas os primeiros entrantes estrangeiros muitas vezes acham difícil manter a rentabilidade adequada após o fim das isenções de impostos e/ou os novos entrantes estejam posicionados. (Novamente, a China é um bom exemplo: a decisão do governo de permitir a entrada de fabricantes de automóveis ocidentais, japoneses e coreanos elevou o grau de competição declinando rapidamente as margens de lucro, apesar do crescimento muito rápido do mercado e das vendas).

Regulamentações governamentais, políticas e exigências potencialmente onerosas, bem como a tolerância de atividade ilícita – tal como pirataria/transferências de tecnologia proprietária, são elementos adicionais de risco que precisam ser considerados.

## Posição competitiva

O posicionamento competitivo é a pedra angular da análise de risco de negócios. Embora o ambiente setorial, favorável ou não, tenha forte influência no risco de negócios, as diferenças no posicionamento competitivo podem justificar distinções substanciais na posição de crédito entre os participantes do setor. Só é possível atingir uma forte classificação de perfil de negócios por meio de uma posição bastante competitiva. Esse status suporta a estabilidade das receitas e do fluxo de caixa e, geralmente, segue em conformidade com indicadores de rentabilidade superiores. Uma posição competitiva comparativamente fraca – mesmo em um ambiente mais favorável do setor – é improvável que resulte em uma sólida posição de crédito.

### A sustentabilidade é fundamental

A sustentabilidade e a tendência de uma posição competitiva são fatores críticos de rating. A sustentabilidade da vantagem competitiva é frequentemente determinada com base na liderança de custos ou na diferenciação de produtos. Uma avaliação mais abrangente levaria em conta o seguinte:

- Posicionamento de produto (qualidade, preço) e reputação da marca;
- Participações de mercado, base de clientes instalada e cobertura geográfica;
- Capacidades de distribuição;
- Relacionamentos com clientes;
- Capacidade de manufatura/tecnológica; e
- Barreiras significativas para entrada, como transporte, intensidade do uso de capital ou tecnologia e regulação.

A avaliação desses fatores deve, naturalmente, ser prospectiva; usamos os dados históricos apenas à medida que forneçam um *insight* das tendências.

Diversos outros fatores também são críticos para determinar a solidez e a sustentabilidade da posição competitiva de uma empresa. Por exemplo, integração vertical geralmente possibilita uma posição competitiva mais forte – embora não necessariamente retornos mais altos sobre capital empregado –, proteção da base de clientes, e poder para estabelecer preços, assim como uma melhor capacidade para se ajustar aos desenvolvimentos tecnológicos. Com base nisso, é de suma importância que uma empresa conte com o maior controle da cadeia de valor que compreende o valor agregado mais alto.

### A análise da participação de mercado pode ser um componente crítico, mas apenas quando avaliada no contexto das dinâmicas da indústria

Nos setores que não estão relacionados a *commodities*, a análise da participação de mercado muitas vezes oferece um importante *insight* sobre a força competitiva de uma empresa. No entanto, uma grande participação de mercado nem sempre é sinônimo de uma vantagem competitiva ou de domínio no setor. Se uma indústria possui diversos grandes participantes similarmente, nenhum deles tem uma vantagem ou desvantagem específica. (Esse é o caso do mercado de telefonia móvel maduro do Reino Unido, o qual, apesar de ter quatro competidores com aproximadamente grandes participações de mercado similares, é caracterizado pela intensa competição, margens relativamente baixas de rendimento para todos os participantes do mercado). Mesmo os duopólios (tais como indústria de manufatura de aeronaves) não garantem necessariamente margens elevadas e estáveis. As indústrias altamente fragmentadas (como as de transporte – com as companhias aéreas sendo um bom exemplo) também podem carecer de potencial para liderança de preços completamente. Esses elementos destacam os limites da análise de participação de mercado sem entender o contexto da indústria.

As indústrias globais normalmente se caracterizam pela consolidação gradual de mercado e pelo risco de commoditização de produtos; apenas os grandes participantes eficientes em termos de custos, com amplas capacidades de pesquisa e distribuição são capazes de sustentar ou reforçar suas posições de negócio e rentabilidade.

Em contrapartida, as companhias que operam em indústrias locais podem se beneficiar das barreiras de transporte, das vantagens regulatórias de longo prazo, ou de uma ampla base de clientes ou de ativos instalada localmente. Ocasionalmente, esse é o caso para os varejistas alimentícios, que podem usufruir de todas essas vantagens, as quais lhes ajudam a alcançar perfis de risco de negócios relativamente sólidos, baseados em posições locais afiançadas e bem administradas.

### **Comparando mercados maduros e os de rápido crescimento**

Um mercado emergente ou de rápido crescimento oferece perspectivas consideráveis de crescimento, mas suas posições competitivas nesses mercados são mais prováveis de ser voláteis. As empresas podem colher benefícios substanciais em um período de tempo relativamente curto, mas acham isso difícil para administrar de longa distância. (Além disso, as empresas de rápido crescimento com frequência tendem a manter políticas financeiras de alto risco, uma vez que buscam atingir seus objetivos ainda mais ambiciosos de forma agressiva, limitando assim o potencial da qualidade de crédito). O futuro promissor de pequenas empresas pode desvanecer-se muito rapidamente pelos riscos relacionados ao crescimento, incluindo a experiência da administração e seus recursos para entrar em mercados novos ou para integrar as empresas adquiridas.

Um mercado maduro, embora talvez possa não ser atraente sob o ponto de vista de crescimento de receitas e possivelmente esteja exposto aos riscos de commoditização de preços ou à redução nas receitas, pode significar maior proteção para as participações de mercado. As grandes companhias nos mercados maduros têm um poder de permanência substancial. A estrutura considerável de pessoal delas, a vasta gama de ativos disponíveis e o potencial de reestruturação, com frequência significativo, podem influenciar de maneira positiva em seus destinos.

Por consequência, em geral olhariamos mais favoravelmente a uma posição estabelecida, sólida em uma indústria consolidada, madura, que teria uma maior capacidade para oferecer fluxos de receitas e ganhos previsíveis e para proteger a capacidade de uma companhia de atender sua dívida no longo prazo.

### **Diversificação pode reforçar o perfil de risco de negócios**

Uma gama diversificada de produtos, de clientes e/ou de fornecedores ajuda a proteger uma empresa frente às adversidades. A diversificação geográfica também pode oferecer certa proteção contra mudanças adversas nos mercados e nas economias regionais na proporção em que os mercados para produtos ou serviços de uma empresa não estão suficientemente correlacionados.

Quando uma empresa opera em mais de um segmento de negócio, analisamos cada um separadamente. Depois formamos um conjunto a partir desses blocos de construção, ponderando cada elemento segundo sua importância dentro da organização em geral. (O grau de importância pode variar; frequentemente utilizamos a contribuição de lucros, principalmente se não estiverem disponíveis os dados de fluxo de caixa do segmento).

A diversificação que inclui uma boa posição competitiva em diversos segmentos da indústria é então considerada como um fator de crédito positivo. O perfil de negócios de uma empresa com uma posição sólida dentro de uma gama de negócios geradores de caixa com diferentes ciclos industriais é mais forte em termos de qualidade de crédito do que o dos competidores individuais melhor avaliados.

No entanto, geralmente somos cautelosos com relação aos benefícios da diversificação de negócios relacionada a posições competitivas mais fracas ou a atividades expostas a um ambiente setorial bastante difícil.

Os conglomerados globais em geral atingem alguns dos ratings mais altos entre os emissores corporativos. Sua impressionante abrangência geográfica, exposição equilibrada às indústrias cíclicas e as condições econômicas e, com frequência, as suas participações de mercado muito consideráveis em mercados consolidados, bem protegidos, são características comuns de alguns dos maiores conglomerados do mundo, como, por exemplo, a General Electric Co. (AAA/Estável/A-1+), sediada nos Estados Unidos.

### **Tamanho e ratings que acabam sendo altamente correlacionados**

Apesar de não termos um critério mínimo com relação a tamanho para nenhum nível de rating, tamanho e ratings no final acabam sendo correlacionados, visto que o tamanho com frequência oferece uma medida de diversificação, e/ou afeta o posicionamento competitivo.

É o tamanho relativo – não absoluto – que é um fator crucial para determinar a posição de mercado, o grau de diversificação e a flexibilidade financeira. As empresas pequenas também podem usufruir de vantagens competitivas que acompanham uma posição de mercado dominante, embora essa situação não seja comum. Nesse sentido, a massa total não é importante; a vantagem de mercado demonstrável é.

Dessa forma, um tamanho pequeno ou moderado geralmente é um fator negativo de rating se houver alguma divergência significativa em tamanho e participação de mercado entre os líderes de mercado e os participantes menores. Porém, as empresas de pequeno e médio porte podem sobreviver e se desempenharem de maneira satisfatória em indústrias dominadas por companhias que detêm grandes participações de mercado, desde que possam construir posições de mercado defensáveis em segmentos nicho da indústria. Os projetistas e fabricante do carro esportivo alemão Porsche AG (não avaliado) têm defendido e expandido com sucesso sua forte posição nos carros de luxo esportivos em relação aos competidores controlados por grandes fabricantes de veículos.

Conforme notado, as grandes empresas em indústrias altamente fragmentadas podem encontrar dificuldades para exercer influência no estabelecimento de preços; em vez disso, todos os participantes da indústria estão expostos a uma intensa competição. Por exemplo, esse é o caso da indústria de semicondutores (exceto, talvez, o segmento de microprocessadores), em que nenhum dos grandes participantes tem demonstrado uma capacidade de longo prazo para se diferenciar eles próprios em um ambiente altamente competitivo. As indústrias de logística e transporte também são outros bons exemplos.

Porte grande também está com frequência correlacionado positivamente a baixos custos. As economias de escala na compra, manufatura e distribuição podem proporcionar às grandes companhias melhores características de fluxo de caixa, o que é particularmente importante no período de baixa do ciclo. Em alguns casos, como produtos florestais, o tamanho do grupo pode não ser o aspecto mais crítico na vantagem de custos; pelo contrário, o tamanho das unidades de produção individuais – especialmente o tamanho dos maquinários – é fundamental.

Além disso, quase que por definição, as empresas pequenas são mais concentradas em termos de produto, número de clientes e abrangência geográfica. De fato, elas carecem de certos elementos de diversificação que podem beneficiar as empresas maiores. À medida que mudam os mercados e as economias regionais, um maior escopo de negócio oferece proteção.

Além disso, o ímpeto para crescer de maneira importante tende a ser maior para os participantes que visam ter acesso a um status de primeira linha na indústria, do que para os gigantes industriais que já o alcançaram. As estratégias de crescimento ambiciosas muitas vezes envolvem riscos financeiros e de implementação significativos.

Dessa forma, prestamos muita atenção aos planos da administração para obter crescimento de receitas. Os negócios existentes podem oferecer um ritmo de crescimento satisfatório, sobretudo em um ambiente de inflação baixa e em que medida são necessárias aquisições ou desinvestimentos para alcançar as metas corporativas? À primeira vista, uma companhia madura, geradora de caixa, proporciona uma ampla margem de proteção aos detentores de seus títulos; mas presumimos que o foco central de uma empresa é incrementar o valor aos acionistas no longo prazo. Nesse contexto, a falta de potencial de crescimento de receitas é considerado um ponto fraco.

### **Como a administração da empresa influencia o risco financeiro e o de negócios**

A avaliação da administração de uma empresa é um insumo tanto para o perfil de risco de negócios quanto para o financeiro – visto que reflete o fato de que a estratégia, decisões e políticas da administração afetam todos os aspectos da atividade de uma empresa. A avaliação inclui uma análise da credibilidade e realismo da estratégia e das projeções da administração, o seu histórico

operacional e financeiro e o seu apetite por assumir riscos financeiros e de negócios.

Avaliar o histórico operacional e a estratégia da administração nos ajuda a determinar nossa visão sobre a posição competitiva, um elemento-chave do perfil de risco de negócios. Tentamos avaliar a competência da administração – e o seu papel em determinar o sucesso estratégico e operacional.

Temos em mente que o sucesso pode ser mais difícil de ser atingido em algumas indústrias do que em outras, simplesmente por causa das características de risco inerentes ao negócio. Vários executivos de companhias aéreas, refletindo sobre as guerras de preços periódicas e prejudiciais endêmicas para a indústria aeronáutica dos EUA, observaram que “você é tão inteligente quanto o seu competidor mais mudo.” A reputação da administração dentro de uma indústria complementa nossas avaliações.

Cada setor tem seus próprios desafios e limitações específicos, com os quais a administração deve lidar. Os setores fortemente sindicalizados, tais como automobilístico, siderúrgico e aéreo, podem enfrentar dificuldades nas relações trabalhistas – e como a administração lida com os sindicatos e seus funcionários pode determinar o destino de uma empresa nos casos em que uma greve poderia ser fatal para as operações. A relação com os reguladores ou com funcionários governamentais é importante em outros setores, tais como o de infraestrutura. As práticas de governança corporativa e a política financeira – incluindo a tolerância a risco – fazem parte de nossa avaliação do risco financeiro.

### **Estratégias e planos**

Comparamos os planos futuros e as premissas da administração com os de seus pares e com as nossas próprias estimativas. As projeções implausíveis ou demasiadamente otimistas podem indicar fracas capacidades de planejamento interno ou um conhecimento insuficiente dos desafios (ou oportunidades) que enfrentam essa empresa – especialmente se a administração falhar ao considerar os fatores que seus competidores pares se focam. De fato, um dos benefícios de nosso acesso à administração como parte do processo de rating é a oportunidade para comparar as perspectivas de vários participantes em uma indústria.

A maneira como se implementam estratégias, planos e políticas ajuda a determinar nossa visão sobre a consistência e a credibilidade da administração. Nesse exercício, é importante determinar porque os resultados não atendem as expectativas. Por exemplo, atender as projeções ou superá-las poderia ser resultado de uma boa sorte inesperada em vez de refletir as capacidades da administração.

Consequentemente, quando analisamos projeções ou cenários apresentados pela administração, nos empenhamos para entender o que poderia provocar um desvio no desempenho. Entendemos que em alguns setores é mais difícil fazer previsões do que em outros, e que fatores imprevisíveis, fora do controle da administração, podem afetar até os planos mais bem preparados. Um reconhecimento sincero dos riscos e entendimento de como vários fatores poderiam afetar os ganhos e fluxos de caixa é útil para as nossas deliberações internas – e pode refletir favoravelmente na credibilidade da administração. Por outro lado, um histórico de mudanças abruptas ou frequentes na estratégia de negócio, incluindo aquisições, desinvestimentos ou reestruturações inesperados, definitivamente aumentariam nossas preocupações.

### **Estratégia de aquisições**

Em geral, as aquisições desempenham um papel importante na estratégia da administração. Embora a maioria das fusões envolva riscos, as aquisições bem executadas podem ter sentido estratégico. Tentamos compreender os critérios de aquisição da empresa com relação a:

- “Adequação” estratégica;
- Objetivos de diversificação;
- Ganhos de participação de mercado;
- Disponibilidade de recursos excedentes de caixa; e
- Considerações de valor (múltiplos de fluxo de caixa, taxa interna de retorno, acúmulo de ganhos).

(Algumas dessas considerações também refletem a tolerância a risco em geral da administração e a sua política financeira, que são discutidas abaixo no contexto do risco financeiro).

A abordagem e os planos da administração para as unidades de negócios com desempenho inadequado ou para aquelas que não fazem mais sentido estratégico são áreas relacionadas para investigação. Avaliações objetivas das unidades de negócios e abordagens disciplinadas para lidar com as análises de subdesempenho (desinvestimento, reestruturação ou descontinuidade de negócios são opções para esses casos) são vistas como positivas.

### **Práticas de governança corporativa e sua relação com as análises de crédito**

Nossa avaliação sobre as práticas de governança corporativa como parte da análise de crédito não se foca na má apropriação de recursos, na falta de prestação de contas (*accountability*) ou em outros delitos. Ao contrário, ela cobre uma ampla gama de temas relacionados sobre como uma empresa é administrada; o seu relacionamento com os acionistas, credores e outros; e como suas políticas, procedimentos e práticas internos podem gerar ou mitigar risco.

O ponto de partida é identificar os controladores da empresa. A natureza do proprietário – ou seja, governo, família, empresa *holding* ou negócios vinculados estrategicamente – pode ter implicações significativas nos aspectos financeiros e de negócios da entidade avaliada. Um controlador mais forte ou mais fraco afeta substancialmente a qualidade de crédito da entidade avaliada. As participações acionárias cruzadas de grupos industriais e de redes de controle familiar, comuns em algumas partes do mundo, podem ter implicações positivas ou negativas, dependendo da situação específica. Nunca avaliamos entidades corporativas de forma individual.

Por exemplo, as práticas de governança corporativa de um negócio de controle familiar criam uma maior complexidade. Os diversos acionistas da família estão de acordo com a estratégia? Os proprietários contrataram uma administração profissional e deram-lhe poder e autonomia suficientes para conduzir sua missão? O que há sobre a sucessão da administração ou a participação de outros filhos do fundador ou proprietário? O que há em relação ao possível desejo de liquidar valores em ações por meio de dividendos ou uma Oferta Pública Inicial de Ações (IPO), e quais são as implicações do planejamento do patrimônio? Ainda assim, o controle familiar pode deter certas vantagens em termos de aderência aos objetivos estratégicos de longo prazo e ao compromisso dos recursos da família com um negócio.

O controle acionário por parte de empresas de *private equity* (fundos de investimento em participações) recentemente tem se tornado mais comum nos Estados Unidos e Europa. Esses controladores geralmente participam muito mais ativamente na administração do que os acionistas públicos, e procuramos entender a estratégia dos controladores de *private equity* para a companhia que estamos avaliando. A empresa é uma plataforma para crescimento orgânico, consolidação da indústria ou uma fonte segura de receitas? Qual é o período de valor típico e a estratégia de saída dos controladores? O repagamento de dívida (com frequência incorrido em uma aquisição alavancada da companhia) e a eventual venda a um comprador estratégico ou por intermédio de um IPO poderão ser uma estratégia mais favorável ao credor do que os dividendos financiados com dívida. Algumas das grandes empresas de *private equity* controlam diversas empresas avaliadas, o que nos fornece um histórico, no qual nos baseamos para podermos analisar as declarações de propósitos dos controladores quando um novo investimento deles está sendo avaliado.

A existência de mais de um controlador cria o potencial para conflitos sobre o controle. Os co-controladores podem discordar sobre como operar o negócio. Mesmo os proprietários minoritários podem, algumas vezes, exercer um controle efetivo ou, pelo menos, frustrar o desejo dos majoritários. Sempre que o controle é desproporcional com relação à participação econômica subjacente, os incentivos para as partes interessadas (*stakeholders*) podem divergir. Isso pode derivar da existência de classes de ações com super direitos de votos ou da posse de 51% em cada uma das várias camadas das empresas *holding*. Em qualquer uma dessas situações, o controle poderia estar em uma parte que detém somente uma participação econômica relativamente pequena.

(A análise convencional de governança corporativa orientada a patrimônio é bastante sensível à estrutura acionária – por exemplo, se cada tipo de participação fornece um voto representativo – fora da preocupação de que a administração ou os acionistas majoritários atuarão em detrimento dos minoritários. Embora essa preocupação não seja um foco direto de nossa análise de crédito, há uma penalidade para as empresas consideradas abusivas com os acionistas minoritários. A percepção dessa conduta, obviamente, prejudicaria o acesso da empresa a capital de investimentos. Além disso, se uma empresa destrata um grupo de partes interessadas, haveria uma preocupação séria que isso poderia mais tarde tentar ludibriar outras partes interessadas, incluindo os credores).

Nossa avaliação da governança corporativa é sensível a potenciais problemas organizacionais, entre os quais se incluem as seguintes situações:

- Há uma dependência organizacional significativa de um indivíduo, especialmente alguém que pode estar perto da aposentadoria;
- A transição de administração empreendedora ou familiar vinculada para a gestão profissional ainda não foi atingida;
- A remuneração da administração é excessiva ou fracamente alinhada aos interesses das partes interessadas;
- Há excesso de rotatividade na administração;
- A empresa está envolvida em disputas legais, tributárias ou regulatórias em um grau muito superior ao de seus pares;
- A empresa possui uma estrutura legal excessivamente complexa e talvez empregando estruturas off-balance sheet intrincadas;
- O relacionamento entre a estrutura organizacional e a estratégia da administração não é clara;
- A função financeira e as considerações financeiras não recebem um alto reconhecimento organizacional; e
- A empresa é particularmente agressiva na aplicação dos padrões contábeis, ou demonstra uma falta de transparência em seus relatórios financeiros.

A seguir alguns exemplos recentes de práticas fracas de governança corporativa que contribuíram para deteriorar a qualidade de crédito:

- Influência acionária incontrolada e dominante que aplicou os recursos da empresa para fins pessoais ou não relacionados;
- Programas de remuneração de executivos sem controle;
- Incentivos da administração que comprometeram a estabilidade de longo prazo por ganhos de curto prazo; e
- Supervisão inadequada da integridade da divulgação financeira, o que resultou em aumento na captação de recursos (*funding*) e no risco de liquidez.

Ainda assim, a estrutura e o envolvimento do conselho de administração ainda não têm figurado de forma proeminente no processo de rating. Naturalmente, se está evidente que o conselho de administração de uma empresa é passivo e não exerce a supervisão normal, isso enfraquece o equilíbrio de poderes da organização. No entanto, considerações como a proporção de membros independentes no conselho de administração, a presença de diretores independentes no comitê de auditoria no conselho e a remuneração de diretores e dos executivos seniores têm restringido a relevância. Pode ser difícil determinar de maneira objetiva se um determinado nível de remuneração é excessivo ou se resultará em uma estratégia da empresa demasiadamente agressiva ou focada principalmente no desempenho de curto prazo.

De fato, uma governança corporativa forte – no sentido convencional, evidenciado, em parte, pela presença de um conselho de administração ativo e independente que participa na determinação e monitoramento do ambiente de controle – não representa por si só uma melhora na qualidade de crédito. As qualidades de governança não podem superar um perfil de risco de negócios ou de risco financeiro fraco, embora possam contribuir para proteger um negócio já forte.

## **Política financeira e tolerância a risco: administrando o balanço patrimonial e mais**

Avaliamos as políticas financeiras por sua agressividade/conservadorismo, sofisticação e consistência com os objetivos do negócio. Damos uma grande importância às filosofias da administração e as suas políticas que envolvam riscos financeiros. Práticas contábeis, níveis de gastos de capital, tolerância à dívida, atividades de fusões e frequência de vendas de ativos, todos são aspectos das políticas financeiras de uma administração (ver *Credit FAQ: Knowing The Investors In A Company's Debt And Equity*, de 4 de abril de 2006).

As diferenças de políticas entre empresas podem ser conduzidas por diversos fatores, incluindo as preferências da administração, as exigências do negócio e/ou considerações de valor aos acionistas. As políticas devem otimizar os interesses que normalmente são divergentes das partes interessadas da empresa – acionistas, credores, clientes, funcionários, entre outros. Especificamente, os objetivos da empresa com relação ao seu rating de crédito também precisam ser consistentes com o equilíbrio desses interesses.

Gestores de negócios sofisticados adotam políticas ponderadas que visam diversas medidas financeiras e reconhecem a interrelação entre o risco de negócios e o risco financeiro. Mas um número surpreendente de empresas não tem dado às suas políticas financeiras uma ponderação séria e, um número bem menor ainda conseguiu estabelecer conclusões sólidas. Para muitas outras, a alavancagem de dívida (isto é, a dívida sobre capital ou a dívida sobre EBITDA, calculada sem quaisquer ajustes para os resultados financeiros reportados) é o único ponto central dessas considerações de políticas.

Em todos os casos, o que a administração de uma empresa diz que fará deve ser visto no contexto do que realmente ela faz e o que faz sentido para essa entidade fazer. Por exemplo, as metas de alavancagem de uma organização deveriam ser consideradas com relação ao seu histórico passado e às exigências futuras de negócio. Uma companhia que está incrementando seu gasto de capital além do que pode ser atendido com fluxo de caixa interno não deveria ser projetado como uma alavancagem declinante, a menos que tenha um plano correspondente para vender ativos ou ações ordinárias. Uma análise cética questionaria a administração sobre como planeja exatamente alcançar ambos os objetivos. As respostas e o desempenho posterior da empresa refletem a tolerância a risco e a credibilidade da administração.

O analista deve considerar as opções realistas de que a administração dispõe e como responde. De maneira similar, o uso de dívida e as recompensas aos acionistas devem ser avaliados dentro do contexto da capacidade de geração de caixa da empresa e da estabilidade dos fluxos de caixa. Vemos os dividendos financiados com dívida como muito arriscado para uma empresa fraca com fluxos de caixa voláteis, mas tal movimento poderia ser considerado razoável para uma empresa que gera uma quantidade substancial de fluxo de caixa livre e que já tenha conseguido um balanço sólido.

Não estimulamos as companhias a administrarem elas próprias visando um determinado rating. A abordagem mais apropriada é operar para o bem do negócio da forma como a administração o vê e deixar que o rating o acompanhe. Certamente, a prudência e a qualidade de crédito deveriam estar entre as considerações mais importantes, mas a política financeira deve ser consistente com as necessidades dos negócios, em lugar de ser um limite arbitrário. Se a administração renuncia a oportunidades atraentes de negócios simplesmente para evitar risco financeiro, a empresa pode estar tomando uma decisão estratégica fraca, sacrificando a qualidade de crédito de longo prazo por considerações de balanço de curto prazo.

Em qualquer caso, a busca do rating mais alto possível não está necessariamente dentro dos principais interesses da empresa. Embora 'AAA' seja nosso rating mais alto, não sugerimos que seja o "melhor" rating. Normalmente, uma empresa que não tenha praticamente nenhum risco financeiro não está ótima com relação a atender as necessidades de suas diversas áreas. Uma companhia subalavancada não está reduzindo seu custo de capital e desse modo privando seus controladores de um maior valor potencial para seus investimentos. Nesse sentido, um objetivo corporativo de ter sua dívida avaliada como 'AAA' ou 'AA' é normalmente suspeito. Qualquer que seja o histórico financeiro de uma empresa, um analista deve mostrar-se cético se os objetivos corporativos forem implicitamente irracionais. Uma "filosofia financeira conservadora" de uma empresa deve ser consistente com seus objetivos e necessidades gerais.

Um rating de crédito alto normalmente é mais importante para instituições financeiras do que para as companhias industriais. Para as empresas com sólidos perfis de risco de negócios e capacidade financeira para almejar um rating na categoria grau de investimento, diversas motivações podem afetar a política financeira. Dois exemplos são o equilíbrio do risco financeiro contra o custo de capital e o acesso confiável aos mercados de *commercial paper*. O anterior muitas vezes leva a um rating almejado na faixa de 'BBB+' a 'A'. O último pode sugerir a busca por um rating 'BBB' ou 'BBB+', que normalmente coincide com um rating 'A-2' atribuído a *commercial paper*. A percepção do cliente pode ser um outro fator de motivação. Algumas empresas do setor de Defesa dizem que manter um rating no grau de investimento é importante quando se vende armas a governos fora dos EUA.

A tolerância a risco vai além da alavancagem. A combinação de dívida indexada à taxa pré-fixada e à taxa variável (incluindo o uso de derivativos para administrá-la) é um exemplo. Em geral, os ativos de longo prazo, como fábricas, são melhores financiados por intermédio de dívida à taxa pré-fixada, enquanto os empréstimos de capital de giro de curto prazo podem ser obtidos com o uso de empréstimos à taxa variável. A administração deve desenvolver um cronograma de vencimentos apropriados e metas de liquidez.

Para as empresas que possuem planos de pensão com benefícios definidos, a administração decide sobre a composição dos ativos de investimento. A proporção de capital, renda fixa e outros ativos de investimento deveria ser desenvolvida com base na volatilidade relativa desses ativos de investimento. Avaliamos essas opções de investimento e comparamos as premissas (ou seja, as taxas de desconto) com as de outras empresas dentro da mesma indústria. Outras fontes potenciais de receitas e de volatilidade do fluxo de caixa são a exposição às oscilações nas taxas de câmbio e nos preços das *commodities*. O uso de derivativos para administrar essa exposição é avaliado como parte de nossa análise do risco financeiro em geral, mas as decisões que a administração toma também refletem seu apetite por risco.

## Relatórios contábeis e financeiros

Os relatórios financeiros de uma empresa constituem o ponto de partida para a análise financeira de uma entidade avaliada (ou de uma emissão). Essas análises devem considerar a base contábil que uma empresa utiliza para preparar seus relatórios financeiros e as implicações das diferentes metodologias e premissas sobre os montantes reportados.

Compreender as implicações da base contábil utilizada – por exemplo, Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS), Princípios Contábeis Geralmente Aceitos dos EUA (GAAP dos EUA) ou outra norma local ou legal com base no GAAP – é altamente pertinente à nossa metodologia de rating corporativo. Mas os desafios analíticos existem mesmo para as empresas que utilizam o mesmo regime contábil, porque as regras em geral oferecem tratamento opcional para determinados itens (por exemplo, o último a entrar, primeiro a sair (LIFO, na sigla em inglês para *last, in first out*), em vez do primeiro a entrar, primeiro a sair (FIFO, na sigla em inglês para *first in, first out*) para prestar conta de inventário com base no GAAP dos EUA, a contabilidade de *hedge* opcional, ou reavaliação opcional de determinados ativos ou passivos sob a IFRS). Além disso, à medida que as transações de negócios se tornam cada vez mais complexas, o mesmo tem ocorrido com as regras e os conceitos contábeis relacionados, os quais em muitos casos estão sujeitos a uma maior dependência de estimativas e julgamentos.

As fraudes contábeis no início de 2000 destacaram diversas imperfeições fundamentais no processo de relatórios financeiros e sua capacidade de abordar de forma abrangente as informações necessárias para as pessoas que fazem uso das demonstrações financeiras. As imperfeições incluem questões de reconhecimento e mensuração (por exemplo, sob quais circunstâncias um item como uma Sociedade de Propósito Específico – SPE, na sigla em inglês – ou um “arrendamento sintético” deveria ser refletido dentro ou fora do balanço patrimonial de uma empresa e com que valor) e as questões de transparência (por exemplo, o que uma empresa deve divulgar sobre a natureza dos compromissos dos itens *off-balance sheet*, os acordos de remuneração ou as transações com partes relacionadas).

Essas fraudes também revigoraram o debate sobre os méritos de usar uma estrutura de normas contábeis com base em princípios e não em regras, e serviram como um catalisador para acelerar a convergência das normas contábeis globais. Ocorreram taxas relativamente rápidas de mudanças de regras contábeis – muitas vezes dificultando comparações significativas período a

período. Além disso, as preocupações mais amplas sobre a clareza e precisão dos relatórios financeiros têm sido evidenciadas pelo aumento considerável nas reformulações.

Para abordar esses desafios, temos aumentado e sistematizado a ênfase que colocamos sobre o entendimento das características contábeis de emissores. Complementamos nosso estudo com uma análise profunda das demonstrações financeiras em termos de considerações qualitativas e quantitativas. Nossos critérios de rating incluem diversos ajustes quantitativos que frequentemente fazemos sobre os resultados financeiros reportados, a fim de aumentar a consistência entre os pares e alinhar melhor nossa visão da realidade econômica subjacente de uma circunstância ou transação particular. Nossos analistas também empregam ajustes para retratar o que vemos como uma representação mais adequada da atividade recorrente. Por exemplo, podemos ajustar os indicadores financeiros para excluir certos ganhos ou perdas que vemos como não sustentáveis ou não recorrentes.

Como parte de nosso processo de monitoramento contínuo, consideramos o impacto das mudanças nos princípios contábeis e nos eventos especiais ou itens reportados por um emissor (por exemplo, aquisições, disposições, baixas efetuadas contra provisão, questões de controles internos, reformulações e medidas regulatórias). Como o montante de divulgação nas demonstrações financeiras varia por empresa e por jurisdição, estabelecemos diferentes níveis de interação com nossos emissores para obter dados adicionais além daqueles apresentados nas demonstrações financeiras da empresa.

### **Avaliação das características contábeis no processo de rating**

Nossa análise das demonstrações financeiras de um emissor começa com uma avaliação das características contábeis para determinar se os indicadores e estatísticas derivados das demonstrações financeiras podem ser utilizados adequadamente para medir o desempenho do emissor avaliado e sua posição relativa tanto em seu grupo de pares quanto no universo mais amplo de emissores corporativos. (O processo de rating é, em parte, uma das comparações, por isso é importante ter uma estrutura comum de referência). Ao fazer isso, adotamos uma abordagem analítica em vez de forense.

A recente adoção, ou movimento para adotar, a IFRS em muitos países – incluindo a Austrália, Canadá e toda a União Europeia – bem como o esforço contínuo para convergir o GAAP dos EUA e a IFRS, aumenta ainda mais a comparabilidade entre as empresas. No entanto, isso não deve ser visto como uma panaceia. No IFRS, no GAAP dos EUA e nos sistemas contábeis nacionais separados, as empresas podem escolher entre métodos contábeis alternativos – por exemplo, custo histórico ou amortizado, ao contrário do método do valor justo – e as diferenças resultantes podem ter um efeito significativo sobre a comparabilidade entre os pares. Além disso, mesmo aplicando os mesmos métodos dentro das mesmas estruturas contábeis, as empresas mostram graus variados de agressividade nas estimativas e julgamentos subjacentes que empregam. Além disso, o valor contábil de ativos e passivos pode ser altamente influenciado pelo desenvolvimento histórico de uma empresa – por exemplo, se ela tem se expandido principalmente por meio do desenvolvimento interno ou via aquisições, ou se passou anteriormente por uma aquisição alavancada (LBO, na sigla em inglês para *Leverage Buyout*) ou reorganização falimentar.

O escopo de consolidação de uma empresa é um exemplo de uma característica-chave contábil que consideramos para determinar as entidades econômicas relevantes para os propósitos analíticos. Observamos se há afiliadas não consolidadas, incluindo *joint-ventures*, nas quais a empresa não exerce um alto grau de controle, mas que, em nossa visão, elas deveriam estar consolidadas para fins analíticos (dada a nossa avaliação de sua importância estratégica, incluindo posições acionárias, o tamanho dos investimentos e se existe um relacionamento interdependente e único entre cliente/fornecedor), embora possam ser excluídos da consolidação para fins contábeis. Consideramos a The Coca-Cola Co. e a PepsiCo Inc., em que determinadas empresas de engarrafamento não consolidadas importantes são vistas como parte de todo um sistema econômico: portanto, consolidamos essas entidades para fins analíticos. O inverso pode ser verdadeiro quando desconsolidamos uma entidade que está devidamente consolidada para fins contábeis. Há muitos exemplos de empresas industriais ou *holding* diversificadas que consolidam subsidiárias financeiras ou de seguros. Para fins analíticos, usamos o método de capital para essas atividades de negócios não homogêneos, com o objetivo de evitar as distorções pertinentes quando reportadas.

Com relação às políticas de *hedging* e de gestão de riscos de uma empresa, assim como a contabilidade relacionada para instrumentos derivativos, os resultados contábeis variam amplamente entre as empresas e normalmente não são suficientes para representar adequadamente os aspectos econômicos subjacentes. Nossa estrutura para analisar o uso de derivativos foca-se nos riscos de negócios, financeiro, de liquidez, controles/gestão de riscos e nas demonstrações financeiras. Essa análise inclui determinar se uma empresa está utilizando derivativos para fins de *trading* e/ou de gestão de risco, ou se aproveita do tratamento contábil especial de *hedge*. Como esta é uma área complexa e na qual nem sempre pode haver divulgação adequada por parte de muitos emissores, nossa avaliação frequentemente implica na interação com a administração para avaliar corretamente o uso de derivativos e as práticas de gestão de risco de uma empresa.

As características contábeis que avaliamos e a ênfase dada a cada uma dependem da natureza e da atividade da indústria em que a entidade opera. Por exemplo, avaliar o estoque e as considerações relacionadas pode ser importante para uma empresa de manufatura, mas menos relevante para uma de administração de rede hoteleira. Do mesmo modo, a análise de petróleo e de reservas de recursos naturais, ou o uso da norma contábil com base no Método do Percentual de Conclusão (POC, em inglês para *percentage-of-completion*) é relevante somente para um pequeno número de indústrias.

### **Ajustes analíticos para demonstrações financeiras**

Realizar ajustes analíticos para os valores reportados nas demonstrações financeiras das empresas que avaliamos tem sido geralmente parte integral de nosso processo de rating. Efetuamos ajustes analíticos para melhor retratar a realidade econômica e para nivelar as diferenças reportadas entre as empresas, por exemplo, para chegar a indicadores que acreditamos nos possibilitar comparações mais significativas com pares e entre períodos; para melhor refletir os fatores econômicos subjacentes, os riscos, direitos e benefícios dos credores e para facilitar projeções financeiras mais robustas. Raramente é possível remodelar completamente as demonstrações financeiras de uma empresa, mas fazer esses ajustes analíticos melhora a relevância analítica e a consistência dos indicadores financeiros que utilizamos em nossas análises de crédito.

(Embora nossos ajustes avaliem certos montantes reportados pelos emissores com base na aplicação dos padrões contábeis aceitos, isso não implica que questionemos a aplicação de tais princípios pelo emissor, bem como a adequação de seus processos de reportes financeiros ou de auditoria, ou a adequação da base contábil utilizada para representar claramente a posição financeira do emissor e os resultados para outros propósitos. Em vez disso, nossa metodologia reflete uma diferença fundamental entre a contabilidade e a análise. O contador deve definir necessariamente um único número para usar na apresentação dos dados financeiros. O analista, por definição, desagrega os números. Uma boa análise examina múltiplas perspectivas e então utiliza ajustes como uma ferramenta analítica para descrever uma situação de forma distinta seja para um propósito específico seja para ganhar um outro ponto de vantagem).

Exemplos de ajustes comuns incluem:

- Recebíveis de *trade* vendidos ou securitizados;
- Instrumentos financeiros híbridos;
- Excedente de caixa e investimentos “quasi líquidos”;
- Juros capitalizados;
- Despesas de remuneração baseadas em ações;
- Atividades financeiras cativas; e
- Obrigações por aposentadoria de ativos.

(Ver *Ratios And Adjustments* para uma lista e análise completas).

### **Mudanças nos padrões contábeis**

Como parte do nosso processo de monitoramento, acompanhamos atentamente o potencial impacto das mudanças recentes e pendentes nos padrões contábeis e de divulgação, e outras legislações que afetam a informação incluída nos relatórios financeiros. As mudanças contábeis não deveriam ter nenhum impacto direto sobre a qualidade de crédito a menos que revelem novas

informações sobre uma empresa, a qual, então precisa ser incorporada em nosso entendimento da empresa. (Por exemplo, os ratings de algumas poucas empresas dos EUA foram rebaixados após a implantação da nova contabilização para passivos de saúde de aposentados no início de 1990, em razão da pouca informação previamente disponível sobre essas obrigações). No entanto, as mudanças contábeis podem provocar efeitos indiretos, tais como disparar o gatilho (*trigger*) para o descumprimento de cláusulas financeiras restritivas (*covenants*); consequências tributárias ou regulatórias; ou reações adversas de mercado em decorrência de mudanças no sentimento do mercado sobre a alavancagem, rentabilidade ou capitalização aparente da empresa; e, conseqüentemente, podem ainda influenciar alterações no comportamento do negócio.

Considere o exemplo da norma contábil da SFAS nº 158 dos EUA, que exige total reconhecimento das obrigações de aposentadoria e outras pós-aposentadoria (por exemplo, planos de saúde do aposentado) no balanço patrimonial dos empregadores patrocinadores. Por termos refletido muito sobre a responsabilidade integral pós-aposentadoria de um emissor em virtude dos nossos ajustes nos índices de alavancagem e capitalização, a adoção desse pronunciamento não tem implicações diretas nos ratings. No entanto, os potenciais efeitos auxiliares podem ser igualmente importantes para as nossas considerações: Como resultado da nova norma, muitas empresas informarão um patrimônio líquido consideravelmente mais baixo e aparecerá mais alavancado – e poderia afetar as políticas de dividendos. Além disso, muitos empregadores estão mudando a estrutura e os níveis de *funding* de seus planos pós-aposentadoria como consequência das mudanças na legislação e nas normas contábeis, resultando em potenciais mudanças nos valores e prazos dos fluxos de caixa relacionados.

Um outro exemplo das mudanças nas normas contábeis que causou pronunciadas mudanças comportamentais: SFAS nº 123R, exigindo a contabilização das opções de compra de ações pelos funcionários e outros pagamentos baseados em ações. Antecipando essa mudança, muitas empresas optaram por acelerar a emissão das opções de compra de ações pelos funcionários no ano anterior ao da adoção. O efeito dessa aceleração foi transferir a despesa de remuneração que teria sido reconhecida em 2006 e nos anos futuros para o ano anterior ao da adoção. (Esse reconhecimento não foi uma exigência; somente a divulgação da despesa pró-forma na nota de rodapé foi exigida nas regras que antecederam a SFAS de nº 123R.). Além disso, muitas empresas reconsideraram o uso delas de pagamento baseado em ações como resultado da exigência de contabilização, e fizeram mudanças nos planos de remuneração de seus funcionários – resultando, para algumas, em mudanças reais para os fluxos de caixa.

### **Risco de informação, reformulação e divulgação de eventos significativos**

Nossa visão quanto à existência de risco na informação, pode influenciar nossa decisão para manter um rating, atribuir um rating inicial ou sobre o nível do rating atribuído. Nos casos em que o risco de informação é tão importante que impossibilita uma análise mais significativa, declinaríamos de atribuir um rating ou quando um rating já foi atribuído, o retirariamos ou o suspenderíamos. No entanto, normalmente confiamos nas demonstrações financeiras auditadas do emissor e nos pontos de equilíbrio inerentes ao processo de elaboração de relatórios financeiros. Nosso processo analítico não é uma auditoria e tampouco inclui um processo de “verificação” da informação utilizada.

Algumas vezes podemos atribuir um rating mesmo na ausência de demonstrações financeiras auditadas. Isso é especialmente o caso quando se constitui uma nova empresa a partir de uma divisão de uma outra empresa que reportava demonstrações financeiras auditadas. Em outros casos, pode haver informações não auditadas – tais como dados de produção de petróleo – que corroboram os resultados da empresa. Além disso, muitas informações adicionais que nos são fornecidas geralmente não são auditadas, incluindo dados financeiros preliminares, demonstrações financeiras trimestrais, projeções, dados operacionais, demonstrações financeiras pró-forma, dados de fluxo de caixa e diversos cenários de análises, só para mencionar alguns. A incorporação desses dados fica a nosso critério e fazemos um julgamento sobre a confiabilidade de cada dado que ingressamos na análise.

Há diversas situações – sobretudo recentemente – em que as empresas avaliadas têm atrasado a divulgação de seus relatórios financeiros por vários motivos, em algumas ocasiões por períodos prolongados. Esses atrasos nos relatórios financeiros também requerem julgamentos sobre as implicações para a qualidade de crédito, quando aplicável. Não temos nenhuma abordagem monolítica para essas situações, em vez disso, é necessária uma interação adicional com a empresa como parte de nosso processo de monitoramento durante o período em que as

demonstrações financeiras auditadas e formalmente emitidas estejam faltando. Nossa interação inclui determinar a causa do atraso e suas potenciais consequências, obtendo relatórios financeiros interinos, analisando como a empresa está administrando as subsequentes questões regulatórias ou aquelas relativas aos *covenants*, bem como abordando as perspectivas de liquidez e os assuntos de controle interno, entre outros.

As razões nos atrasos variam: em alguns casos, se deve à reformulação das demonstrações financeiras do ano anterior; em outros à revisão de presumidas irregularidades nas demonstrações financeiras ou por questões surgidas a partir dos processos de controles internos de uma empresa.

Em qualquer caso, sabemos que atrasos prolongados na divulgação de relatórios podem provocar reações regulatórias adversas e incertezas quanto ao cumprimento de *covenants*. Atrasos, reformulações, evidências de fragilidades e investigações relacionadas também podem levar a outros resultados adversos, tais como mudanças de auditoria, de pessoal, litígios, falta de atenção da administração, maiores custos de *compliance* e desafios para ter acesso ao mercado de capitais – o impacto deve ser rigidamente avaliado em nosso processo de rating. O efeito que esses eventos têm sobre um rating depende de fatos e circunstâncias exclusivos de cada caso.

Com relação ao descumprimento de *covenants*, isso pode resultar em uma crise de liquidez. Os *defaults* técnicos e reais (incluindo *defaults* cruzados) demandam um pedido de *waivers* sob os acordos de dívida e, algumas vezes, o resultado é que uma empresa recebe um aviso de *default*. Em algumas ocasiões, a questão de que se um atraso no registro do pedido resulta ou não em um *default*, não está imediatamente clara quando o atraso é anunciado. Em alguns casos, informações detalhadas podem não estar disponíveis por algum tempo e reagiremos conforme julgarmos apropriado, baseando-nos em nossa análise da melhor informação disponível, por meio de ações de colocação dos ratings na listagem *CreditWatch* e mudanças de rating intermediárias, ou – em casos extremos – retirá-los.

Em geral, é difícil prever o impacto das instâncias que compreendem irregularidades nas demonstrações financeiras. A realidade subjacente pode variar de um problema quase trivial até uma total deficiência financeira e de auditoria. Ocasionalmente, um pequeno problema pode se transformar em um grande, à medida que o risco de percepção negativa sobre a empresa incide em seu acesso a financiamento. Ponderamos rigorosamente o quão prejudiciais podem ser esses temas, como afetam a reputação da empresa e sua capacidade para conduzir negócios futuros e, em termos gerais, como a administração e o conselho de administração abordam pró-ativamente a resolução desses problemas.

### **Adequação do fluxo de caixa**

A análise do fluxo de caixa foca-se no entendimento e estimativa sobre como se gera e se gasta o caixa em um negócio. Incorpora a identificação dos fluxos de caixa de uma empresa, determinando as tendências e sustentabilidade, distinguindo entre fluxos operacionais e os de financiamento e investimento e entendendo as potenciais fontes de distorção e volatilidade futura.

Tudo isso deve ser considerado no contexto das características individuais de uma empresa, incluindo onde se encontra dentro do seu ciclo de vida. A capacidade para gerar caixa se determina pelas perspectivas de negócios de uma empresa – competitividade, dinâmicas de mercado, ambiente econômico, etc., enquanto sua necessidade de caixa é uma consequência da estrutura do balanço patrimonial, da estratégia financeira da administração e das necessidades estratégicas.

A capacidade de uma empresa para pagar dívidas ou quaisquer outras obrigações, o conceito subjacente fundamental por detrás de um rating de crédito, se determina pela capacidade dela para gerar caixa – não lucros, que é um conceito contábil. Embora exista geralmente uma forte correlação entre fluxo de caixa operacional e rentabilidade no longo prazo, muitas transações e entradas contábeis podem afetar um e não a outra durante um período específico. As agressivas políticas contábeis, por exemplo, com relação ao reconhecimento de receitas e despesas, as baixas de ativos ou os ajustes para cronogramas de depreciação, podem ter um impacto substancial nos lucros e absolutamente nenhum sobre a geração de caixa real.

Podem surgir pressões de liquidez mesmo quando uma empresa reporta lucros robustos – por exemplo, quando ganhos em caixa não realizados durante um longo período constituem uma parte significativa dos lucros ou quando a empresa enfrenta grandes exigências de investimentos. Consequentemente, a adequação do fluxo de caixa é geralmente o único aspecto mais crítico da análise de ratings de crédito.

### **Mensurando fluxo de caixa**

Os argumentos sobre o fluxo de caixa frequentemente carecem de uma definição uniforme de termos. Nossos analistas usam diversos indicadores de fluxo de caixa no processo de decisão de ratings de crédito, e os termos que utilizamos para definir os conceitos específicos de fluxo de caixa estão sumarizados neste artigo.

Começamos medindo a geração do fluxo de caixa operacional de um emissor usando sua geração interna de caixa (FFO, na sigla em inglês), a qual é definida como lucro líquido de operações continuadas ajustado para depreciação e amortização (D&A) e outros itens não recorrentes e não caixa, tais como impostos diferidos, baixas efetuadas contra provisão, ganhos e perdas sobre a venda de ativos, ganhos e perdas cambiais nos instrumentos financeiros, e ganhos de capital não distribuído ou perdas decorrentes de *joint-ventures*.

A disponibilidade de caixa para o serviço da dívida para as empresas que se encontram em seu período de crescimento rápido é em geral melhor apreciada após eliminar as mudanças no capital de giro e chegar ao fluxo de caixa operacional. Por exemplo, o uso do FFO para algumas empresas do setor de infraestrutura pode ser confuso, já que não captura a variação dos ativos ou passivos regulatórios. No Brasil, por exemplo, as tarifas são revistas somente uma vez por ano: a defasagem de tempo é significativa entre as receitas ou gastos de caixa reais e o reconhecimento destes no demonstrativo de receitas e pode afetar diferentes exercícios fiscais. De forma similar, para as indústrias de capital de giro intensivo, tais como as do setor de varejo, o fluxo de caixa operacional pode ser um melhor indicador da geração de caixa real da empresa. Por outro lado, o capital de giro pode ser administrado ou manipulado pela administração dependendo de suas necessidades contábeis ou de liquidez. Dessa forma, o FFO tem sido frequentemente usado como um indicador comparativo do caixa das operações. Como o fluxo de caixa operacional tende a ser mais volátil, o FFO é frequentemente usado para atenuar a variação do capital de giro entre um período e outro. É usado como um melhor parâmetro (*proxy*) da geração de fluxo de caixa recorrente em vez do fluxo de caixa real gerado pela capacidade para administrar capital de giro.

Ao deduzir os gastos de capital do fluxo de caixa operacional, chegamos ao fluxo de caixa operacional livre (FOCF, na sigla em inglês), o qual pode ser usado como um *proxy* do caixa gerado pelas operações *core* de uma empresa. Algumas vezes excluimos do cálculo do FOCF, os investimentos discricionários para o crescimento da capacidade, mas na prática, com frequência é difícil discriminar entre expansão e substituição. E, enquanto as empresas possuem certa flexibilidade para administrar seu orçamento de capital a fim de suportar o período de baixa dos ciclos, essa flexibilidade é geralmente temporária e insustentável tendo-se em vista as exigências intrínsecas do negócio. Por exemplo, as empresas podem se ver compelidas a aumentar seus programas de investimentos em função de um forte crescimento da demanda ou de mudanças tecnológicas. As entidades reguladas (por exemplo, empresas de telecomunicações) também podem enfrentar exigências de investimentos significativas com relação aos seus contratos de concessão.

Calculamos o fluxo de caixa discricionário de uma empresa subtraindo os dividendos de caixa (incluindo as participações minoritárias) do FOCF. O critério no índice de pagamento de dividendos dependerá da estratégia financeira de uma empresa. As companhias com metas agressivas de pagamento de dividendos podem se tornar relutantes para reduzir o nível de dividendos mesmo diante de pressões de liquidez. Além disso, os dividendos de empresas avaliadas no grau de investimento são menos prováveis de serem reduzidos após algum revés – embora, em última instância, sejam discricionários.

Finalmente, o caixa utilizado para aquisições e/ou recebido de ativos disponíveis e de outras fontes variadas e o emprego do caixa são subtraídos ou acrescidos ao fluxo de caixa discricionário, e o fluxo de caixa do pré-financiamento é o resultado final. Esse indicador representa o grau pelo qual o fluxo de caixa da empresa de todas as fontes não financeiras tem sido suficiente para cobrir todas as necessidades internas, incluindo o pagamento de dividendos. Depois, reconciliamos o

fluxo de caixa de pré-financiamento com as diferentes categorias de atividade de financiamento externo, tais como empréstimos ou repagamentos, emissão de ações e com as mudanças nos próprios balanços de caixa da empresa.

O EBITDA é um indicador amplamente utilizado de fluxo de caixa, mas tem limitações significativas. Como o EBITDA deriva apenas dos dados inseridos no demonstrativo de lucros & perdas, pode estar distorcido pelos mesmos elementos contábeis que limitam o uso dos ganhos como uma medida do fluxo de caixa. Além disso, o EBITDA dá uma visão geral dos itens do balanço patrimonial que podem conter ou liberar caixa. É mais adequado a empresas melhores estabelecidas, especialmente com relação aos *benchmarks* da indústria.

### **Potenciais distorções que afetam os fluxos de caixa**

Distorções no fluxo de caixa podem ser decorrentes da tempestividade para o reconhecimento de receitas ou despesas, classificação de itens e outras questões contábeis. Por exemplo, o período em que as empresas optam por reconhecer receitas e despesas (tais como as baixas contra provisão de itens não cobráveis, disposições de ativos, reparos e manutenção, etc.) depende do GAAP aplicável, que pode estar sujeito a estimativas e ao critério da administração.

Pelo fato de o fluxo de caixa ser um indicador da saúde e perspectivas de uma empresa, há uma tendência de aumentar a geração de caixa aparente tratando as entradas de caixa como operacionais por natureza, e as saídas de caixa como investimento ou financiamento por natureza. Mas, soltar classificações dos fluxos em operacional, investimento ou financiamento pode distorcer suas verdadeiras naturezas. A classificação de investimentos como *trading*, disponível para venda ou mantido até o vencimento dita se os fluxos de caixa relacionados são tratados como operacionais ou de investimento. Os resultados do programa de *hedging* de margem operacional são tratados como financiamento – embora eles reflitam as estratégias operacionais.

Uma outra fonte de distorção é a tradução de moeda estrangeira. Oscilações no capital de giro podem refletir apenas a volatilidade da moeda estrangeira e não o caixa real na moeda original. Preferimos analisar o capital de giro em sua moeda original – e refletir os efeitos da tradução em uma entrada separada do fluxo de caixa.

### **Indicadores do fluxo de caixa**

Os analistas são incentivados a observarem mais do que um único indicador para desenvolver diversas perspectivas. As características individuais de uma empresa e de seu ciclo de negócios serão melhor captadas em alguns índices em vez de outros. Quando se tem maior certeza sobre a viabilidade de longo prazo de uma empresa (ou seja, para emissores ou emissões com ratings bem altos), pode haver maior confiança analítica no FFO e em sua relação com a carga de dívida total. Além disso, as empresas mais saudáveis e melhores estabelecidas geralmente têm uma maior variedade de possibilidades de financiamento para cobrir potenciais necessidades de liquidez de curto prazo e para refinar vencimentos futuros. Para mais situações marginais, o enfoque muda para o fluxo de caixa livre – após diversos usos terem sido subtraídos – e este está relacionado mais diretamente ao atual serviço da dívida. Algumas das métricas de fluxo de caixa mais usadas por nossos analistas incluem:

### **Indicadores de pagamento de dívida**

- FFO/Dívida total: este é o indicador utilizado com mais frequência nos ratings industriais;
- Fluxo de caixa operacional/Dívida total: capta as necessidades de capital de giro;
- Dívida/EBITDA: usado como um *proxy* da capacidade de repagamento da dívida para emissores com alta rentabilidade; pode exagerar a capacidade de repagamento ao excluir a carga de juros – normalmente elevada para os ratings no grau especulativo;
- Dívida total/Fluxo de caixa discricionário: proporciona uma indicação de quantos anos seriam necessários para repagar a dívida em circulação usando fluxos de caixa atuais, mas está sujeito a mudanças na política de dividendos; e
- FOCF/Dívida total: indica a capacidade de uma empresa para pagar dívida com o fluxo de caixa operacional gerado internamente; é mais importante quando se analisa empresas mais fracas, porque os emissores com ratings na categoria grau especulativo normalmente enfrentam vulnerabilidades de curto prazo que são melhores medidas pelos indicadores de fluxo de caixa livre.

## Indicadores do serviço da dívida

- EBITDA/Despesas de juros: útil por causa de sua simplicidade, amplo uso e referência setorial (comparações com pares, *covenants* financeiros, etc.);
- FOCF + Despesas com juros/Despesas com juros: similar ao índice de EBITDA/Juros, mas mais abrangente (após impostos, capital de giro e gastos com investimentos) e com um menor potencial de apresentar distorções; e
- FOCF + Despesas com juros/Despesas com juros + Vencimentos de dívida nos próximos 12 meses: mede a capacidade para pagar juros e principal fora do fluxo de caixa livre; mais apropriado para projetos e entidades com dívidas em amortização.

## Indicadores de flexibilidade financeira

- FFO/Gastos de investimentos: indica a flexibilidade interna de uma empresa para atender seu orçamento de investimento; e
- Gastos com investimentos/Despesas de depreciação: um índice baixo (normalmente, inferior a 100%) poderia indicar problemas na taxa de substituição de plantas e equipamentos – um índice forte pode indicar indústrias de alto crescimento e é necessário para manter com a competição.

A interpretação dos indicadores não é simples, requer-se fazer uma análise cuidadosa, visto que um indicador similar pode levar a conclusões diferentes, dependendo das características específicas de uma empresa. Uma empresa que atende a um mercado de baixo crescimento ou declinante pode exibir um fluxo de caixa livre relativamente forte por causa da diminuição das necessidades de capital de giro e fixo. Em contraste, as empresas em crescimento apresentam um fluxo de caixa livre escasso ou, até mesmo, negativo em função do investimento que necessitam para sustentar seu crescimento. Para uma empresa de baixo crescimento, a análise de crédito pondera o atual fluxo de caixa forte e positivo com relação ao perigo de que esse alto nível de proteção possa não ser sustentável. Já o oposto se aplica às empresas de alto crescimento: ponderar os aspectos negativos de um déficit de caixa real contra as perspectivas de uma melhor proteção, assim que os investimentos atuais comecem a render benefícios em caixa.

Não há uma correlação simples entre a qualidade de crédito e os níveis atuais de fluxo de caixa. Mesmo para as empresas pares que têm indicadores de cobertura do fluxo de caixa bastante similares, o resultado de rating pode ser muito diferente, dependendo de suas outras características de negócio e financeiras.

## Balço patrimonial e proteção de ativos

O principal índice que usamos para a análise da alavancagem é o de dívida total/dívida total mais capital.

Para calculá-lo, o que consideramos como “dívida” e “capital” nem sempre é tão simples e requer uma revisão analítica profunda. Nosso cálculo da dívida total inclui diversos passivos *off-balance sheet* e ajustes analíticos, como se observou na seção de análise do fluxo de caixa. Similarmente, o montante de capital se ajusta para instrumentos híbridos em todas as variações deles (ver Seção sobre Instrumentos Híbridos de *Ratios And Adjustments* para nossos ajustes e como os calculamos).

Algumas vezes calculamos os índices complementares que incorporam o capital a valor de mercado. Esses índices podem ter relevância especial ao comparar empresas com ativos intangíveis significativos. Os indicadores tradicionais que se focam na dívida de longo prazo têm perdido muito de sua importância, visto que as empresas dependem cada vez mais dos financiamentos de curto prazo. Agora é bastante comum encontrar níveis permanentes de dívida de curto prazo, que financiam não só o capital de giro sazonal, mas também uma parcela constante da base de ativos.

Geralmente, não contabilizamos o caixa do montante da dívida; no entanto, adotamos uma abordagem de “dívida líquida” em algumas situações, especialmente em países como Japão e Europa, onde a prática local é de manter uma grande carteira de caixa e de instrumentos negociáveis. (Nessas situações, também nos focamos no fluxo de caixa para a dívida líquida).

Analizamos cada situação de maneira individual, sujeita a informação adicional sobre a posição de liquidez da empresa, suas necessidades normais de caixa de trabalho, a natureza dos empréstimos de curto prazo e a filosofia de *funding*. Os recursos direcionados (*earmarked*) para uso futuro, tais como uma aquisição ou um projeto de capital não são saldados (*netted out*). Essa abordagem também é usada no caso de empresas farmacêuticas dos EUA ricas em caixa que usufruem de oportunidades de arbitragem fiscal com relação a essa disponibilidade de caixa.

No caso de instrumentos híbridos, a análise também se baseia em suas características específicas – não na contabilidade ou nomenclatura. Para a dívida que é conversível a critério do investidor, dependendo do valor futuro das ações ordinárias, seria presunçoso para nós predizer se e quando se ocorrerá a conversão, de forma que normalmente damos pouco, se aplicável, peso à potencial conversão.

A dívida emitida originalmente a desconto, como a dívida com cupom zero, se inclui no valor acumulado. No entanto, dado que não há nenhuma provisão para um fundo de amortização, a dívida aumenta com o tempo, criando uma meta móvel. (A necessidade de, eventualmente, refinar esse crescente montante representa um outro risco).

A dívida sem direito de regresso é frequentemente incluída no cálculo; além disso, mesmo a dívida sem direito de regresso de uma *joint-venture* poderia ser atribuída às empresas controladoras, especialmente se elas têm um vínculo estratégico para a operação. A análise pode carregar um controlador com um montante desproporcional de dívida se este tem a maior participação estratégica ou o controle operacional ou se sua capacidade é maior para servir a dívida da *joint venture*. Outras considerações que afetam a disposição de uma empresa de não honrar tal dívida – e de outra dívida sem direito de regresso – incluem os relacionamentos bancários compartilhados e a locação em um mesmo país. Em alguns casos, a dívida pode ser tão grande em relação ao investimento do controlador que se minimizam os incentivos para suportar a dívida. Praticamente em todos os casos, no entanto, a empresa provavelmente investiria em montantes adicionais antes de decidir abandonar o empreendimento. Consequentemente, fariam-se ajustes para refletir os investimentos atuais e projetados do controlador, mesmo se a dívida não fosse adicionada ao balanço patrimonial da empresa (controlador).

Mais fundamentalmente, a natureza e o valor do *mix* dos ativos de uma empresa são críticos para determinar a alavancagem apropriada para um determinado nível de risco. Os ativos com fluxo de caixa ou valores de mercado estáveis justificam um maior uso de financiamento com dívida do que aqueles que têm uma negociabilidade nebulosa. Por exemplo, os estoques de grãos ou tabaco são vistos de maneira positiva em comparação com os de vestuário ou eletrônicos; o equipamento de transporte é visto mais favoravelmente do que outro tipo de equipamento, dada a sua compatibilidade para uso por outras empresas.

Portanto, acreditamos que é crítico analisar cada tipo de negócio e de classe de ativos por si só. Embora o FASB e o IAS agora requeiram a consolidação de unidades de negócios não homogêneas, analisamos cada uma separadamente. Essa é a base da nossa metodologia para analisar empresas financeiras cativas.

### **Valor dos ativos**

Conhecer os valores apropriados a serem atribuídos aos ativos de uma empresa é fundamental para a nossa análise. A alavancagem conforme reportada nas demonstrações financeiras é sem sentido se os valores contabilizados dos ativos estão demasiadamente subavaliados ou superavaliados em relação ao valor econômico deles.

Consideramos a rentabilidade de um ativo como uma base apropriada para determinar seu valor econômico. Os valores de mercado dos ativos de uma empresa ou as avaliações independentes de ativos podem oferecer *insights* adicionais. No entanto, há deficiências nesses métodos de avaliação – igual o que ocorre com a contabilidade histórica de custos – que evita dependência de qualquer indicador. (Semelhantemente, usando o valor de mercado de capital de uma empresa para calcular a alavancagem tem seus inconvenientes. O mercado acionário enfatiza as perspectivas de crescimento e tem um horizonte de curto prazo; é influenciado por mudanças nas oportunidades alternativas de investimentos e pode ser bastante volátil. A capacidade de uma empresa para atender sua dívida não é afetada diretamente por esses fatores).

O desafio analítico de que os valores a utilizar é especialmente evidente no caso de empresas fundidas e adquiridas. Os padrões contábeis permitem que os ativos e capital da empresa adquirida se atualizem a fim de refletir o preço da aquisição, mas os ativos reavaliados têm o mesmo poder de geração de lucro que antes; eles não podem suportar mais dívida somente porque se usa um número diferente para registrar o valor deles. Logo após a transação, a análise pode levar em conta esses fatores, mas mais adiante o cenário começa a se tornar confuso. Tentamos normalizar mediante a contabilidade da compra, mas é limitada a capacidade para relacionar as demonstrações financeiras anteriores à aquisição e fazer comparações com as empresas pares.

A presença de uma conta significativa de ágio indica o impacto de aquisições e da contabilidade de compra sobre a base de patrimônio de uma empresa. Os ativos intangíveis não são menos “valiosos” do que os tangíveis, mas as comparações ainda são distorcidas porque outras empresas podem não registrar seus próprios intangíveis de negócios valiosos, ou seja, aqueles que têm sido desenvolvidos, em vez de adquiridos. Isso sozinho requer alguns ajustes analíticos ao medir a alavancagem. Além disso, nossos analistas são autorizados a ser mais céticos com relação às perspectivas de ganho de uma empresa focada em aquisições quando estas dependem de estratégias de recuperação ou de fusões que “gerem sinergias”.

### **Ações preferenciais**

As ações preferenciais podem se qualificar para um tratamento como capital ou para serem consideradas como dívida – ou algo intermediário entre dívida e capital – dependendo de suas características e das circunstâncias. As ações preferenciais com vencimento recebem um menor crédito como capital à medida que se aproxima o vencimento.

Eventualmente as ações preferenciais que podem ser refinanciadas com dívida são vistas como equivalente a dívida, não capital, durante todo o tempo. Embora “perpétuos” na superfície, esses títulos frequentemente são apenas uma alternativa de dívida temporária para as empresas que não são atualmente contribuintes, até que elas possam novamente se beneficiar da dedução de impostos das despesas de juros. Poderia se esperar que as emissões de ações preferenciais resgatáveis sejam refinanciadas com dívida, assim que o emissor tornar-se um contribuinte. As preferenciais que podem ser trocadas por dívida na opção da empresa também podem ser vistas como dívida antes da troca. No entanto, a análise também levaria em consideração os aspectos positivos que contrabalançam essa situação associados à mudança no status fiscal. Frequentemente, o *trigger* que gera uma troca ou resgate seria dado pela melhor rentabilidade. Então, a dívida adicional na estrutura de capital não implicaria necessariamente em uma menor qualidade de crédito. As implicações são diferentes para muitos emissores que não pagam impostos por diversas outras razões, incluindo a disponibilidade de créditos tributários diferidos ou créditos fiscais externos. Para eles, uma mudança no status de contribuinte fiscal não está associada com melhor rentabilidade, enquanto o incentivo para converter instrumentos preferenciais em dívida é idêntico.

Os leilões preferenciais são ainda mais problemáticos, dado que os detentores dessas ações preferenciais pressionariam para o seu resgate no caso de o leilão fracassar ou, até mesmo, para um rebaixamento do rating.

### **Liquidez**

O desgaste gradual dos fundamentos de uma empresa pode conduzir, em última instância, a problemas de liquidez. Ainda assim, mesmo uma empresa com uma posição sólida de negócios e um uso moderado de dívida pode, ao enfrentar uma adversidade inesperada, experimentar uma crise de liquidez potencial ou real, ou uma incapacidade para ter acesso aos mercados de dívida. As possíveis causas de tal adversidade incluem:

- Um retrocesso dramático no negócio provocado, por exemplo, por uma crise na confiança do consumidor, como ocorreu com a precipitada desaceleração do mercado após os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. Esse evento, em particular, teve um impacto negativo importante nas indústrias relacionadas ao setor aéreo e turístico;
- Um julgamento litigioso negativo e prolongado;
- Alegação de improbidade administrativa ou improbidade administrativa de fato, incluindo abusos contábeis tais como os que enfrentaram a Enron Corp. em 2001 e a Tyco International Ltd. em 2002;

- Grandes perdas por derivativos ou *trading*;
- Intervenção soberana, por exemplo, na forma de controle da moeda estrangeira, controle sobre os depósitos bancários ou de preços, tais como os ocorridos na Argentina em 2002.

Levamos em consideração os desafios que uma empresa enfrentaria quando confrontada por choques ou um evento de *trigger* com relação aos seus vencimentos de dívida existentes, a sua capacidade para fazer ajustes internos a fim de maximizar a geração de caixa de curto prazo e o seu acesso a fontes externas de liquidez e capital. Avaliar a capacidade de uma empresa para lidar com esses desafios extraordinários é uma questão de analisar sua liquidez ou suas opções sob estresse.

Nosso foco analítico aqui é no aspecto negativo: se a empresa pode cumprir com suas obrigações em um cenário complexo e não somente quando diante de circunstâncias esperadas. Os emissores com ratings na categoria grau especulativo são mais suscetíveis a crises de liquidez, as quais, na situação deles, podem derivar dos futuros pagamentos de juros e principal, dos *covenants* e da disponibilidade de linhas de crédito rotativas.

No contexto de uma crise de liquidez, a posição de negócios de uma empresa não pode ser considerada uma constante: o nervosismo dos clientes e/ou fornecedores poderia prejudicar sua posição competitiva, contribuindo para um espiral descendente em suas fortunas. As empresas industriais com operações financeiras podem ser particularmente vulneráveis, dado o *funding* requerido para essas operações. As empresas com operações de *trading* são duplamente vulneráveis, em decorrência da aversão a risco de suas contrapartes de *trading*, somada às pesadas necessidades de *funding*.

Frequentemente, o efeito dessas adversidades é combinado pelo *trigger* das provisões contingentes incluídas nas linhas de crédito, nos contratos (*indenture*) de bônus, nos acordos de contraparte ou nos acordos operacionais. Os *triggers* podem transformar uma adversidade menor em uma grande crise para a empresa (e, dessa forma, não vemos *triggers* de ratings ou outros *triggers* favoravelmente). Essas provisões possuem diversas formas, com o *trigger* baseado em rebaixamentos de ratings, no descumprimento de *benchmarks* financeiros ou de níveis de indicadores financeiros, nas cláusulas de mudanças adversas relevantes (*Material Adverse Change*, ou cláusulas MAC) – de acordo com a interpretação do credor –, na queda nos preços das ações ou mudanças acionárias. Esses também podem deflagrar *defaults*, aceleração, opções de venda ou exigências de colaterais.

Em qualquer evento, o ponto de partida da análise de liquidez é o cronograma de vencimentos de dívida e de outras obrigações de longo prazo. Os vencimentos de curto prazo incluem *commercial papers*, pagamentos ao fundo de amortização e pagamento de vencimento final de dívida de longo prazo, empréstimos mediante linhas de crédito bancárias com datas de vencimento próximas e resgates obrigatórios de ações preferenciais. Também poderia ser necessário considerar outras obrigações financeiras significativas, como, por exemplo, obrigações de *leasing*, obrigações contingentes como cartas de crédito, contribuições requeridas ao fundo de pensões, pagamentos a funcionários após a aposentadoria, e pagamento de impostos. Mesmo ao analisar empresas com alta qualidade de crédito, é necessário considerar a estrutura geral de vencimentos e o potencial para risco de refinanciamento.

### **Importância do caixa**

As melhores fontes de liquidez são os superávits de caixa e quasi-caixa que há no balanço patrimonial. Isso inclui caixa no banco, equivalentes de caixa e títulos com marcação a mercado de longo e curto prazo. (De fato, também olhamos para algumas empresas que mantêm altos saldos de caixa para fazer frente a potenciais crises de liquidez; os quais incluem exigências de fianças no caso das indústrias de tabagismo nos Estados Unidos e os reverses cíclicos no caso de manufaturas de capital intensivo, tais como as empresas do setor automotivo).

Naturalmente, nem todo o caixa é superávit. Quase todas as empresas têm algum montante-base de caixa necessário para as operações rotineiras – que pode ser uma quantia bastante elevada, se a empresa estiver sujeita às oscilações significativas no capital de giro. As empresas com necessidades sazonais de empréstimos podem acumular grandes reservas de caixa para usá-las durante o pico sazonal.

Adicionalmente, o caixa restrito (divulgado separadamente) não está disponível para o *funding* diário e não deve ser incorporado na análise de liquidez, visto que esses recursos têm sido separados para atender uma obrigação específica. Os acordos de empréstimos de uma subsidiária também podem restringir os dividendos e limitar os adiantamentos de caixa à controladora. Isso gera um problema para uma empresa *holding* que dependeria desses dividendos ou fluxos de empréstimos para ter acesso ao caixa proveniente da subsidiária.

O cheque especial bancário também deve ser deduzido dos saldos de caixa disponíveis. O caixa no exterior pode estar sujeito a um imposto por repatriação, cujo caso deverá ser descontado consequentemente. Para empresas em mercados emergentes, é importante considerar se a posição de ativos líquidos da empresa é mantida em títulos públicos do governo, em bancos ou em ações do mercado local, e se o emissor terá acesso a esses ativos em situações de estresse do soberano.

Para se beneficiar totalmente das reservas de caixa e quasi-caixa sob uma perspectiva de liquidez, esses ativos devem estar prontamente acessíveis e disponíveis para dar suporte às necessidades imediatas da empresa. Algumas vezes a empresa pode não ter acesso livre a todo o caixa mostrado no balanço consolidado. Por exemplo, o caixa *offshore* pode não estar disponível durante vários dias úteis – em especial, se este tem de ser convertido a partir de uma moeda estrangeira.

### **Outras fontes internas de liquidez**

É de se esperar que qualquer empresa que enfrente severas pressões de liquidez faça ajustes internos para maximizar o fluxo de caixa de curto prazo. Considerar a flexibilidade de uma empresa para fazer isso é uma extensão da análise regular do fluxo de caixa. Há várias opções possíveis para fazer isso.

O caixa pode ser extraído do capital de giro monetizando os recebíveis por meio de *factoring* ou securitização, liquidando estoques desnecessários ou alongando os prazos de pagamentos a fornecedores. No entanto, se, por exemplo, nem linhas de *factoring* nem de securitização já estão em vigor, isso pode levar vários meses para se estabelecer. Se for necessário fazer um desconto agressivo para vender estoques rapidamente, essas liquidações poderiam ter implicações severas no poder de precificação da empresa no futuro e para a imagem de sua marca. Ao alongar os prazos de pagamentos a fornecedores, a empresa corre o risco de disparar um alarme sobre sua situação e, em última instância, fazendo com que os fornecedores não estejam dispostos a lhe enviar mercadorias.

Geralmente, as empresas contam com certa flexibilidade para reduzir seus investimentos em relação aos níveis planejados, pelo menos temporariamente. Dessa forma, avaliamos os planos de investimento em manutenção em vez daqueles investimentos discricionários. Os investimentos em manutenção podem incluir a renovação da planta e trabalhos de reparação ordinários e que são necessários para que a empresa sustente suas operações normais. Os projetos de controle de poluição necessários para atender exigências regulatórias têm pouco potencial para deferimento. Presumivelmente, os gastos relacionados às iniciativas de crescimento poderiam ser postos em espera e são de natureza discricionária. Em qualquer caso, pode levar algum tempo para reduzir os investimentos no nível de manutenção se a empresa já tiver iniciado compromissos contratuais relacionados aos seus planos de investimentos.

Também devem ser consideradas as implicações de negócio ao reduzir os investimentos. Os deferimentos contínuos de gastos pode tornar a empresa menos competitiva e mais propensa a problemas operacionais. Além disso, depois de certo ponto, a administração pode concluir racionalmente que buscar proteção dos credores por meio de um pedido de falência seria preferível a prejudicar permanentemente o negócio negligenciando os investimentos.

### **Redução das operações com fluxo de caixa negativo e desinvestimentos**

Unidades de negócios ou linhas de produtos discretas que têm um desempenho fraco ou que estão em fase de início das operações poderiam ser suspensas. Os custos de paradas programadas deveriam ser compensados em relação às economias de caixa em curso. Novamente, as implicações dessas ações para os negócios também devem ser ponderadas.

Uma empresa pode optar por vender todas as operações ou linhas de negócios para levantar caixa. As vendas poderiam incluir tanto os negócios sólidos como os que apresentam subdesempenho. Adicionalmente, consideramos a capacidade da empresa para realizar valor tendo-se em vista as condições de mercado para tais ativos, incluindo a disponibilidade de compradores interessados, assim como o provável tempo estimado para efetuar as transações. Os ativos vendidos em vendas relâmpagos geralmente não recuperam o valor total deles. Grandes blocos de venda no exterior abaixo do preço do mercado vigorante no país de origem (*dumping*) de ações poderiam deprimir seu valor.

As vendas de ativos podem ter implicações variadas para o *mix* de negócio remanescente. Por exemplo, a venda de uma operação rentável geradora de caixa, que tenha sido o melhor negócio da empresa, poderia ter um impacto negativo sobre o seu perfil de risco de negócios. Como alternativa, uma unidade com perdas de dinheiro com pesadas exigências de capital poderia melhorar o perfil de risco de negócios e simultaneamente trazer algum caixa muito necessário.

Dividendos diferidos oferecem uma fonte rápida de economias de caixa. No entanto, os cortes de dividendos frequentemente são sinais visíveis de dificuldades e a percepção negativa que pode resultar nos mercados de capitais também deve ser considerada: tais ações podem, ao menos, dificultar a emissão adicional de capital. Adicionalmente, deferimento alongado de dividendos preferenciais pode criar um passivo crescente no balanço patrimonial.

### **Fontes externas de liquidez**

A capacidade de uma empresa para acessar fontes externas de captação de recursos pode ser prejudicada quando esta depende, em grande medida, de uma só fonte de *funding*. Em geral, a experiência de uma empresa com diferentes instrumentos financeiros e mercados de capitais proporciona alternativas à sua administração no caso de uma deterioração repentina nas condições de um determinado mercado.

O tamanho e o reconhecimento da empresa podem desempenhar um papel importante para que esta levante ou não recursos nos mercados de dívida pública. Da mesma forma, o papel de uma empresa na economia nacional – especialmente fora dos EUA – pode melhorar seu acesso a recursos de bancos e públicos. Grandes emissores em um país relativamente pequeno geralmente têm uma posição favorável para atrair financiamento do sistema bancário desse país. Fontes externas de liquidez, incluindo *commercial papers*, *bonds*, linhas de crédito bancárias e emissão de ações são discutidas abaixo.

Entre todas as fontes de *funding* de dívida, o *commercial paper* é o menos confiável. É muito comum o uso de *commercial paper* para financiar ativos de curto prazo (normalmente estoque e recebíveis) ou como um componente menor do *funding* de longo prazo de uma empresa. No entanto, ao enfrentar circunstâncias adversas severas, as empresas normalmente não conseguem rolar os *commercial papers* em circulação à medida que vencem – deixando-as sozinhas para captar montantes adicionais.

Normalmente, apenas as empresas vistas como tendo fortes posições de crédito podem acessar o mercado. O mercado para *commercial papers* avaliados como 'A-2' ou abaixo é muito menor do que o daqueles avaliados como 'A-1' ou 'A-1+', em parte por causa da regulamentação 2(a)7 da *Security Exchange Commission* (SEC), a qual restringe rigorosamente a detenção de *commercial papers* com ratings baixos pelos recursos do mercado monetário dos EUA. O mercado dos EUA para *commercial papers* avaliados como 'A-2' ou abaixo em 2007 era estimado em cerca de US\$72 bilhões, em comparação com os que estavam em circulação e com ratings 'A-1' e 'A-1+' que totalizavam aproximadamente US\$1,7 trilhão. Além disso, o mercado daqueles com rating 'A-2' está sujeito a uma pressão significativa durante os apertos de crédito.

Quando crescem os temores do mercado com relação a um emissor, em particular, geralmente o prazo do *commercial paper* que o emissor pode colocar, normalmente diminui em poucos dias, aumentando dessa forma o risco de refinanciamento. A confiança do mercado pode ser perdida muito rapidamente. Isso ficou evidente após a Altria Inc. perder o acesso aos mercados de *commercial paper* depois de um veredicto desfavorável e da exigência de US\$12 bilhões de garantia (*bonding*) na ação coletiva judicial de Preço. E, além das preocupações legítimas sobre o declínio do crédito, o mercado pode ser assombrado por receios injustificáveis. Por exemplo, a Columbia Gas Systems Inc. inesperadamente entrou com um pedido de proteção contra a falência

em 1991 por causa de onerosas obrigações de contratos com obrigação de aquisição (*take or pay*) de gás natural. De repente, outras empresas de gasoduto de gás natural, muitas das quais tinham uma exposição mínima aos contratos de *take or pay* encontraram dificuldade para vender o *commercial paper*.

### **Fontes alternativas de liquidez**

Dada a sensibilidade acurada do mercado de *commercial paper* à qualidade de crédito, e à velocidade com que a confiança pode ser perdida, consideramos prudente para as empresas que emitem *commercial paper* se organizarem com antecedência para obter fontes alternativas de liquidez. A liquidez alternativa protege a empresa de entrar em *default* caso não seja capaz de rolar o vencimento dos papéis com novas notas por causa da retração no mercado global de *commercial paper*, ou pela incapacidade de um emissor para acessar o mercado de *commercial paper* por causa de questões específicas da empresa. A alternativa para *commercial paper* geralmente é fornecida por serviços de crédito comprometidas, mas às vezes pode assumir a forma de excesso de caixa que está especificamente comprometido para este fim. (Para uma discussão de nosso *commercial paper*, ver “*Commercial Paper*”.)

### **Bonds**

O mercado de *bonds* públicos possui uma menor aversão a risco do que o mercado de *commercial paper*. A maior parte das empresas com ratings no grau de investimento nos EUA pode ganhar acesso ao mercado de dívida pública para uma nova emissão de *bond* a uma taxa razoável. Em outros países menos desenvolvidos, o mercado de *bonds* públicos algumas vezes pode se tornar inacessível até mesmo para as empresas com mais qualidade de crédito (por exemplo, Coreia do Sul no início de 2001). A colocação de dívidas é mais fácil para uma empresa que acesse regularmente o mercado e que possa emitir grandes montantes de dívida – oferecendo assim aos investidores um mercado secundário mais líquido.

Embora o mercado para dívidas avaliadas no grau especulativo seja muito grande, esse mercado é muito mais volátil. Empresas com ratings no grau especulativo, especialmente aquelas com uma tendência de deterioração, podem bem ter apenas acesso intermitente a esse mercado, dependendo dos sentimentos do mercado e da liquidez. Há momentos em que até mesmo a dívida avaliada como ‘CCC’ encontrou compradores prontos, mas também há períodos em que o mercado de *junk bond* (título de alto risco) foi efetivamente interrompido.

Quaisquer que sejam as condições gerais do mercado, mesmo as empresas com ratings em grau de investimento podem ter dificuldades de emitir dívida pública se um dos tipos de choques discutidos acima tiver ocorrido. Em teoria, uma empresa deveria ser capaz de emitir dívida em algum preço, mas, na prática, a emissão de dívida pode bem não ser viável se houver uma considerável incerteza no mercado sobre a situação de uma empresa e os subscritores são, portanto, compreensivelmente nervosos com a realização de uma transação em nome da empresa.

O preço dos *bonds* em circulação pode ser um bom indicador dos sentimentos do mercado – embora fatores técnicos também possam influenciar os preços. Obviamente, se os spreads de *bond* já existentes aumentaram significativamente em relação ao mercado e estão respondendo descontroladamente aos desenvolvimentos diários em uma empresa, as perspectivas para uma emissão adicional de dívida pública são fracas. (Acompanhamos os spreads de *bond* como parte de nosso monitoramento constante). O mercado de *bond* também tem sido inacessível durante períodos de incerteza geral do mercado após enfraquecimentos econômicos, mudanças políticas, atos ou ameaças terroristas.

### **Linhas de crédito bancárias**

O crédito bancário geralmente é a fonte mais confiável de uma empresa para o capital de dívida. Quando uma empresa perde o acesso ao *commercial paper* e aos mercados de dívida pública, os bancos com frequência são os credores de último recurso. É normal para os bancos fornecerem uma porção de financiamento regular de uma empresa de uma firma saudável. Empresas avaliadas no grau especulativo também têm acessado esses mercados com mais frequência em vez das tradicionais ofertas públicas de dívida subordinada. Em alguns países (incluindo quase todos os mercados menos desenvolvidos), os bancos são a principal fonte de capital tanto para as necessidades de curto quanto para as de longo prazo.

Os bancos oferecem vários tipos de linhas de crédito que diferem amplamente no compromisso de adiantar caixa sob todas as circunstâncias. Formas mais fracas de compromisso, embora menos custosas para os emissores, dão aos bancos grande flexibilidade para redirecionar crédito a critério deles. Por exemplo, linhas não comprometidas são pouco mais do que um convite para fazer negócios em uma data futura, e recebem pouco ou nenhum crédito em nossa análise de liquidez.

As linhas de crédito mais fortes são aquelas vigentes e confirmadas oficialmente, ou linhas de crédito comprometidas. Nos EUA, créditos rotativos inteiramente documentados representam esses compromissos contratuais. Na ausência de um compromisso contratual, o pagamento para a linha de crédito – quer seja por tarifa ou saldos – é importante porque geralmente dá mais compromisso moral sobre o banco. Normalmente, um relacionamento sólido de negócios é fundamental para determinar se um banco dará suporte ao seu cliente.

A dependência de apenas um ou poucos bancos aumenta os riscos. Além da possibilidade de o banco não ter capacidade adequada para emprestar, ele também pode não estar disposto a emprestar ao emissor. Ter relacionamentos com diversos bancos diversifica o risco de que um único banco perca a confiança no tomador do empréstimo e hesite em fornecer recursos.

Embora menos comum agora, em alguns casos, as empresas estabelecem acordos de crédito separados com cada um de seus bancos, o que pode tornar isso complicado para renegociar rapidamente os termos dos acordos em uma crise. Um grupo de credores que têm compromissos de empréstimos pré-estabelecidos sob um acordo de crédito comum geralmente é mais prático, efetivo e previsível. Mesmo aqui, de qualquer forma, algumas características do acordo poderiam dificultar muito o processo de renegociação – por exemplo, uma exigência de que o acordo só pode ser modificado por um consenso unânime.

A concentração de linhas de crédito bancárias também tende a aumentar o montante de participação de um banco individual. À medida que o montante de exposição aumenta, o banco pode ficar mais relutante em cumprir seu compromisso. Além disso, a potencial exigência de autorizações do alto escalão no banco para a liberação de recursos poderia criar problemas logísticos ao emissor para acessar os recursos rapidamente. Por outro lado, uma empresa não se beneficiará se ela espalhar muito seu negócio bancário demasiadamente fina e careça de um relacionamento substancial com qualquer um de seus bancos. Esperamos que os próprios bancos sejam financeiramente sólidos, e não vemos de maneira favorável os bancos com ratings marginais no grau de investimento.

Como acontece com qualquer fonte de *funding* de dívida, o analista deve considerar a estrutura do termo das linhas de crédito bancárias. Dependência de linhas de curto prazo apresenta riscos óbvios. Mesmo as linhas de crédito multianuais fornecerão compromissos somente para períodos curtos à medida que os seus prazos finais se aproximam. Acompanhamos atentamente os esforços de uma empresa para providenciar a continuação de suas linhas de crédito bancárias bem antes de elas se expirarem. Em situações normais, a expiração das linhas de crédito bancárias pode ser vista como vencimentos “menos favoráveis” porque as linhas de crédito são rotineiramente renovadas. Mas, se a empresa estiver sob estresse e os bancos têm perdido a confiança nas perspectivas da empresa, os bancos podem usar o prazo da expiração para exigir o repagamento.

### **Covenants financeiros e triggers (gatilhos)**

Ao avaliar o acesso de uma empresa a capital bancário e a outras fontes de financiamento de dívida, o analista deve considerar os *triggers* que podem bloquear o acesso a fontes adicionais de *funding*, antecipar o repagamento da dívida existente ou criar um *default* cruzado com outras obrigações de dívida (*cross-default*). O mais comum desses *triggers* são as cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) na forma de *benchmarks* de indicadores. Em alguns casos, os investidores podem sentir-se confortáveis ao saber que os *covenants* (por exemplo, testes de alavancagem) impõem disciplina em uma administração que de outra maneira seria agressiva financeiramente, ao proibir-lhes aquisições financiadas com dívidas e as distribuições especiais aos acionistas. No entanto, em momentos de severa adversidade, o limite nos *covenants* poderia por em risco a qualidade de crédito ao provocar uma crise com os credores se os *covenants* forem descumpridos: os credores teriam o direito de antecipar a dívida, gerando um *default* que de outra maneira poderia ter sido evitado. Os *triggers* também podem ser na forma de mudanças nos próprios ratings de crédito, por exemplo, uma alteração em um rating classificado como grau de

investimento para grau especulativo.

Ao considerar apenas como se afeta o perfil de risco do emissor por essas disposições, as principais considerações são: o quão perto a empresa está do limiar do *trigger*; o quão severas e imediatas as conseqüências são; os montantes envolvidos; e quão substanciais são estes no contexto da empresa específica. Os acordos de empréstimos, mesmo para as empresas com boa qualidade de crédito, algumas vezes se estruturam com *covenants* limitados. A expectativa inicial é de que os credores rotineiramente renegociarão os prazos à medida que mudem as circunstâncias do emissor. No entanto, mesmo nesses casos, a existência de *covenants* pode ser problemática se, por exemplo, as estratégicas dos credores mudam e eles desejam reduzir sua exposição ao devedor ou se uma empresa não é capaz de cumprir suas projeções financeiras que seriam usadas como uma base de estabelecer esses *covenants*.

O descumprimento de *covenants* nas emissões de dívida pública sempre é sério, dados os complicados procedimentos que a empresa deve seguir para obter *waivers* (dispensa de aceleração da dívida) ou para modificar os *covenants*. Em todos os casos, é importante monitorar o desempenho de uma empresa em relação aos seus *covenants* mais restritivos. (Obtemos relatórios de cumprimento de *covenants* de empréstimos bancários diretamente dos emissores, dada a informação não pública necessária para calcular os valores dos *covenants*).

As cláusulas MAC representam uma outra forma de *trigger*. Entre os veículos para solucioná-las se incluem toda a gama de possibilidades que também se aplicam aos *covenants* financeiros. A vaga definição dessas cláusulas deixa um alto nível de discricionariedade aos credores. Ainda assim, os casos em que se invocam as cláusulas MAC contra os tomadores de empréstimos corporativos são, na realidade, extremamente raros. A reputação do banco se veria afetada se não fosse criterioso em invocar a cláusula – e estaria sujeito a litígio. Indubitavelmente, tem havido casos em que uma ameaça de invocar uma cláusula MAC há dissuadido as empresas de acessarem suas linhas de crédito.

Liberação de gravames ou ônus reais também pode ser problemática para a flexibilidade de financiamento. Algumas vezes, os credores podem exigir que a empresa coloque uma garantia após o rebaixamento de um rating – a qual está estabelecida na documentação do empréstimo. Quando avaliamos o impacto de uma liberação de gravames ou ônus reais, consideramos o quanto uma empresa está próxima do *trigger*, por exemplo, se avaliada como 'BBB-' com uma perspectiva negativa, está muito próxima de que entre em vigor um gravame ou ônus reais mediante o rebaixamento do rating para grau especulativo. (Com relação à análise de recuperação, sempre assumimos que uma liberação de gravames ou ônus reais tem sido ativada. O contexto para a análise de recuperação é um cenário de *default* – e assumimos que o *trigger* teria sido descumprido antes do *default*).

### **Emissão de ações**

Em teoria, a emissão de ações é uma outra fonte de capital; na prática, não se pode contar com essa fonte em um cenário de crise. Os mercados de ações públicas são extremamente instáveis. A venda de novas ações ordinárias geralmente só é possível se a empresa é vista como tendo pelo menos perspectivas decentes e o mercado global de ações for favorável. Além disso, o acesso ao mercado de ações ordinárias pode depender principalmente da disposição da administração de aceitar a diluição. Portanto, não damos crédito a empresas pelo potencial de emissão de ações até que essa transação tenha sido concluída.

A venda de ações preferenciais pode ser mais aceitável para a administração porque ela evita a diluição dos lucros do patrimônio líquido, mas isso geralmente só é viável se a capacidade da empresa de cumprir suas exigências de dividendos preferenciais for aparente.

As empresas pertencentes a outras entidades corporativas ou governamentais podem buscar novo capital com esses controladores. Muitas vezes uma forte controladora ou patrocinador de ações está disponível para fornecer o capital tão necessário durante uma crise de liquidez.

## O fator administração

Finalmente, a habilidade da administração para enfrentar uma crise de liquidez pode fazer a diferença entre a vida e morte de uma empresa. Gestores financeiros prudentes desejarão:

- Evitar um nível excessivo de dívida de curto prazo;
- Alongar os vencimentos de dívida ao longo do tempo;
- Manter relações cordiais e de credibilidade com bancos, durante as fases boas e ruins;
- Negociar *covenants* relativos a empréstimos bancários com um amplo colchão enquanto a empresa está financeiramente forte;
- Antecipar os potenciais *defaults* de *covenants* antes que ocorram e renegociá-los tempestivamente com o grupo de bancos;
- Manter linhas bancárias acima das necessidades projetadas, e negociar sua renovação bem antes do vencimento; e
- Utilizar por completo as linhas de crédito desde o início dos períodos de crise.

Copyright© 2012 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenado em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A, QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA INTERROMPIDO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HADWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P serem responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais, ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitem a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P se reserva o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites em [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) / [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx) / [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar) e [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos), [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) e [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

McGRAW-HILL