

INTRODUÇÃO

O Rating Corporativo da Austin Rating consiste em uma medida da capacidade de pagamento da empresa (ou grupo econômico) avaliada em relação à totalidade de suas obrigações financeiras – ou, inversamente, o risco de não pagamento dessas obrigações -, e não de obrigações financeiras específicas, essas abordadas analiticamente de forma bastante similar, porém tratadas de forma particular no documento “Metodologia de Rating de Emissões”.

Por avaliar riscos agregados de empresas de diversos setores, o Rating Corporativo não possui uma lista pré-definida e rígida de itens a serem abordados. Outro aspecto relevante na análise corporativa é que os fatores de risco específicos tendem a variar bastante de setor para setor, o que torna a sensibilidade dos analistas um aspecto de suma importância durante o processo de classificação.

Apesar de conceder espaço para a subjetividade dos analistas, a classificação do risco corporativo obedece aos princípios metodológicos básicos da Austin Rating, sendo a nota final atribuída a uma empresa, ou grupo, fundamentada na análise ponderada e no encadeamento de fatores qualitativos e quantitativos, conforme apresentado a seguir.

ANÁLISE DE FATORES QUALITATIVOS

A análise qualitativa consiste na busca de evidências que permitam qualificar a solidez financeira da empresa – capacidade de cobertura de dívidas e sustentabilidade do crescimento - no prazo de três anos, no mínimo. Para tanto, a escolha dos fatores utilizados nesta análise parte de critérios extremamente rigorosos, os quais privilegiaram o poder explicativo e a abordagem ampla e abrangente dos riscos relevantes, além da complementariedade aos indicadores quantitativos.

No Rating Corporativo, os fatores qualitativos estão distribuídos em dois níveis de análise em relação à empresa: Externo e Interno.

Fatores Externos

Os fatores externos influenciam fortemente o desempenho financeiro e operacional das empresas individuais ou grupos. Na matriz qualitativa, os fatores externos à empresa observados encontram-se distribuídos em dois ambientes: Ambiente Setorial e Ambiente Político, Econômico e Regulatório.

Ambiente Setorial

No Rating Corporativo da Austin Rating, a análise do ambiente setorial serve como uma importante medida do grau de risco do negócio principal da empresa, revelando as necessidades atuais e futuras de financiamento e a vulnerabilidade a ciclos econômicos da indústria na qual está inserida. Esta análise parte da rigorosa observação da inter-relação entre a evolução da demanda, evolução da concorrência, evolução dos preços e custos e a alteração do perfil competitivo.

A partir do conhecimento do comportamento retrospectivo e conjuntural dessas variáveis, os analistas conseguem antecipar as principais tendências do(s) setor(es) de atuação da empresa, ou grupo.

Para alcançar os objetivos propostos, com eficiência, a Austin Rating utiliza o modelo de estratégias competitivas. Assim, são analisados sistematicamente as cinco forças competitivas existentes na indústria, a saber: barreiras à entrada de competidores potenciais, pressão dos produtos substitutos, grau de integração com fornecedores, grau de integração com distribuidores e rivalidade entre empresas existentes.

A fonte de informações é representada basicamente por associações de classe e órgãos governamentais, os quais exibem maior nível de confiabilidade. Cabe mencionar, entretanto, que os dados relativos a setores menos organizados e mais dispersos possuem menor abrangência, podendo elevar consideravelmente o grau de subjetividade da análise.

Ambiente Político e Regulatório

Além dos fatores pertinentes ao ambiente setorial que podem vir a comprometer os resultados da empresa analisada, em seu Rating Corporativo, a Austin Rating considera fatores relativos às condições macroeconômicas, políticas e regulatórias do país (ou dos países) onde a empresa opera.

A análise do macroambiente identifica o grau de apoio externo oferecido à empresa, e que, portanto, influencia sua capacidade operacional e suas condições de honrar compromissos financeiros. Para atender o objetivo acima, foram escolhidos três itens principais, os quais estão relacionados a seguir.

Políticas Monetária e Cambial

Este item avalia os impactos provenientes das políticas monetária e cambial sobre o setor de atuação da empresa, e mais especificamente sobre o seu passivo oneroso, é minuciosamente analisado. Os analistas concentram-se também nos efeitos destas políticas sobre os seus concorrentes no setor.

Garantias Governamentais

A Austin Rating examina, neste item, a disposição por parte do governo em intervir no(s) setore(s) de atuação da(s) empresa(s). A questão fundamental é conhecer em que grau a empresa está amparada por garantias governamentais diretas. Em caso de um suporte sólido e efetivo, a análise macroeconômica ganha maior importância.

Práticas Regulatórias

Os regulamentos governamentais no Brasil têm forte poder de influência sobre determinados setores e, conseqüentemente, sobre um universo considerável de empresas. Desse modo, a Austin Rating analisa as políticas regulatórias vigentes no setor.

Fatores Internos

Quando o foco da análise qualitativa é exclusivamente a empresa, ou o grupo, as informações utilizadas pela Austin Rating são obtidas durante o processo de diligência (reuniões com o primeiro escalão da administração da empresa). Para qualificar de modo agregado o risco corporativo, esta análise concentra-se basicamente em fatores relacionados a quatro temas: 1) Estratégia; 2) Administração; 3) Estrutura; e 4) Fontes Externas de Financiamento.

Estratégia

A análise da estratégia empresarial contempla o exame das estratégias adotadas pela empresa, tais como nicho de atuação e diversificação de negócios, em relação aos contextos econômico e concorrencial.

Os analistas da Austin Rating buscam, por meio de criteriosa investigação, conhecer a capacidade da administração na previsão de vulnerabilidade de negócios, bem como se a profundidade dessa capacidade permite a empresa desfrutar de vantagens competitivas.

Administração

A qualidade da administração constitui um fator de elevada importância na avaliação da qualidade geral de crédito de uma empresa, ao revelar detalhes inerentes à habilidade de seus administradores na condução dos negócios e diante de situações adversas. Para uma consistente qualificação da administração da empresa, a Austin Rating analisa pontualmente os tópicos relacionados a seguir.

- Adaptação a Cenários Adversos. Este tópico consiste no levantamento das respostas dadas pela administração a eventos ocorridos no passado, tais como falta de liquidez no mercado, intensificação da competição no setor e pressões regulatórias.

- Conservadorismo da Política Financeira. Consiste no exame do conservadorismo das práticas contábeis e da política financeira da administração diante das necessidades de investimentos, observando essencialmente o equilíbrio entre curto e longo prazos.
- Política de Controle. Avalia a qualidade dos controles internos de auditoria e a sua real contribuição para a administração atingir os seus resultados.
- Política de Recursos Humanos. Este item leva em consideração a política de investimentos da administração em recursos humanos e o retorno desta em termos de resultados.
- Planejamento Sucessório. Inclui a avaliação da situação atual da empresa com relação ao seu planejamento sucessório. Os planos para novos administradores assumirem cargos quando os administradores atuais se aposentarem constituem o foco principal de análise.

Estrutura

O objetivo deste tema é identificar o grau de adequação da estrutura da empresa, ou grupo, em relação aos seus objetivos de crescimento e à sua capacidade de cobrir compromissos financeiros.

Assim, a estrutura societária da empresa, ou grupo, a participação acionária, as responsabilidades societárias e a relação entre os acionistas são fatores fundamentais para a identificação de riscos corporativos, uma vez que condicionam a qualidade da implementação das estratégias da empresa.

Nesse sentido, os analistas se ocupam em descobrir em que medida a empresa está inserida nos planos estratégicos do grupo, além da representatividade de seus ativos e produtos para este. Combinada à posterior análise de documentos legais da empresa, a mensuração da importância da subsidiária indica o nível do suporte. As empresas importantes, via de regra, estão respaldadas por contratos de garantia de suporte.

A Austin Rating analisa, ainda, a possibilidade de ocorrência de situações em que a subsidiária venha a fornecer crédito para as operações da matriz.

Fontes Externas de Financiamento

A Austin Rating investiga a necessidade de apoio de fontes externas, as potenciais pressões de credores para a amortização de dívidas de curto prazo e a ocorrência de períodos de falta de liquidez generalizada no mercado.

A avaliação da qualidade destas fontes externas de caixa também exerce um importante papel na análise corporativa, dado que concede para o mercado uma ideia bastante precisa sobre o crédito de curto prazo da empresa classificada.

ANÁLISE DE FATORES QUANTITATIVOS

A análise de fatores quantitativos no Rating Corporativo da Austin Rating consiste na interpretação das demonstrações financeiras da empresa, ou grupo, nos últimos cinco anos, somada às estimativas de geração financeira e operacional de caixa e à valorização de seus ativos em relação ao serviço de sua dívida dentro de um horizonte de três anos.

O grau de solidez financeira de uma empresa é, portanto, encontrado pela análise de seus balanços patrimoniais demonstrações de resultado e demonstrações de fluxos de caixa, além das projeções de fluxo de caixa. A relação existente entre esses elementos, apresentada sob a forma de indicadores relativos, constitui a essência da análise quantitativa realizada pela Austin Rating.

Balancos Patrimoniais

Os balanços patrimoniais são um importante referencial da situação financeira de uma empresa em momentos passados específicos. No Rating Corporativo, a Austin Rating enfoca, principalmente, o caixa *versus* outros ativos, os passivos exigíveis *versus* o patrimônio líquido, a avaliação dos estoques, os métodos de depreciação utilizados e a necessidade de capital de giro (ativo circulante – passivo circulante).

Demonstrações de Resultados

As demonstrações de resultados resumem as receitas e despesas da empresa durante períodos contábeis, sendo, portanto, fundamentais na avaliação do desempenho passado da empresa. Os analistas observam, dentro das últimas cinco demonstrações, o comportamento das vendas líquidas, dos diversos custos e impostos e, por final, dos resultados líquidos. Por vezes, a Austin analisa os balancetes mensais, a fim de detectar comportamentos sazonais dessas variáveis, especialmente em momentos de maior estresse.

Demonstrações de Fluxos de Caixa

O fluxo de recursos de uma companhia se apresenta como um ciclo, geralmente iniciado com a compra de matérias-primas. Tais recursos podem ser originados por um crédito dado à empresa pelos fornecedores ou mesmo pela redução das aplicações financeiras, no caso de compra à vista.

Além da aplicação em matérias-primas, a empresa aplica fundos adicionais em mão-de-obra, manutenção, energia elétrica e outros custos e despesas operacionais, de modo a transformar os produtos em elaboração em produtos acabados.

As demonstrações de fluxos de caixa informam, portanto, sobre a capacidade financeira de autofinanciamento das operações (compra, produção e vendas), independência do sistema bancário no curto prazo, capacidade de geração de recursos para manter e expandir o nível de investimentos e amortização de dívidas bancárias de curto e longo prazo. Com isso, permitem avaliar alternativas de investimentos e decisões importantes com reflexos monetários, além de situações presentes e futuras do caixa da empresa.

Dada a grande importância dos fluxos de caixa, além das demonstrações dos últimos três períodos, a Austin Rating solicita à empresa contratante os valores projetados para, no mínimo, três anos, os quais são analisados e ajustados de acordo com as informações qualitativas, ligadas à estratégia da empresa, ao comportamento do mercado e à capacidade de produção (esta última sensibilizada durante a visita feita pelos analistas às instalações da empresa).

Indicadores Absolutos

O EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization*) ainda é principal indicador absoluto observado pela Austin Rating. O EBITDA, como medida de geração de caixa, ainda que em regime de competência, indica o potencial de geração de caixa dos ativos operacionais de uma empresa. Ou seja, indica quanto dinheiro é gerado pelos ativos operacionais, desconsiderando o custo de eventual capital tomado emprestado. Outra vantagem do EBITDA é o fato de não ser afetado por variáveis, como taxas de juros, regras de depreciação e, principalmente, as complexas diferenças entre as leis tributárias dos países. O EBITDA permite, ainda, usar o passado para estimar o futuro, conciliando as estimativas futuras de fluxo de caixa com o resultado obtido em exercícios passados. Mais recentemente, a Austin Rating tem se apoiado na análise do FCO (Fluxo de Caixa Operacional), por ser uma medida, de fato, mais apropriada, já que está em regime de caixa, ou seja, em relação ao EBITDA, faz o ajuste da variação do capital de giro, que, em alguns segmentos, é bastante relevante.

Indicadores Relativos

Os indicadores financeiros são utilizados para mostrar relações entre contas das demonstrações financeiras da empresa, ou grupo, constituindo um instrumento de enorme importância nas classificações da Austin Rating.

Baseada em critérios rigorosos, a Austin Rating escolheu uma série coerente de indicadores para vincular os riscos da empresa às suas demonstrações financeiras. Estes indicadores estão distribuídos em x grupos, apresentados a seguir.

Indicadores de Liquidez

Na análise quantitativa, os indicadores de liquidez são utilizados para mostrar a posição de liquidez da empresa em dado período. Isto é, medem a capacidade dos ativos líquidos em pagar as dívidas totais e de curto prazo.

- **Liquidez Geral.** O índice de Liquidez Geral mostra a capacidade que a empresa tem de saldar os seus compromissos totais. A fórmula para o cálculo deste índice é a seguinte: $[(\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}) / (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo})]$.
- **Liquidez Corrente.** O risco de crédito é fortemente afetado por seu perfil de vencimento, motivo que levou a Austin Rating a incluir um índice representativo da liquidez no curto prazo. Este índice é calculado da seguinte forma: $\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$.
- **Liquidez Seca.** Os estoques são, geralmente, os ativos circulantes menos líquidos de uma empresa e, portanto, são os ativos em que é mais provável ocorrerem perdas, em caso de liquidação. A Liquidez Seca é calculada pela razão: $[(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}) / \text{Passivo Circulante}]$.

Indicadores de Endividamento

Os indicadores de endividamento são usados pela Austin Rating para determinar o grau em que a empresa utiliza capital de terceiros, ou sua alavancagem financeira. Estes índices são fundamentais, pois o endividamento afeta substancialmente os riscos de uma empresa. Ou seja, quanto maior for o nível da dívida, maior o risco da empresa.

- **Endividamento Geral.** O índice de Endividamento Total mostra quanto a empresa tem de terceiros para cada unidade monetária própria, sendo obtido pela seguinte razão: $(\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}) / \text{PL}$.
- **Endividamento Oneroso.** O índice de Endividamento Oneroso indica quanto a empresa tem junto a bancos para cada Real próprio. Este indicador é obtido pela seguinte razão: $[(\text{Instituições Financeiras CP e LP} + \text{Debêntures}) / \text{PL}]$.

Indicadores de Cobertura

O risco de crédito está vinculado a uma capacidade geral da empresa em honrar seus compromissos, o que é possível inferir, parcialmente, pela utilização de indicadores de cobertura.

Em linhas gerais, estes indicadores permitem aos analistas da Austin Rating vislumbrarem a adequação dos prazos de maturidade do estoque de dívida comparativamente aos recursos próprios da empresa e à sua capacidade de gerar recursos financeiros através das operações normais.

- **Capitalização.** O índice Capitalização mede a capacidade de cobertura das obrigações com recursos próprios, por parte da empresa, sendo o seu cálculo dado pela seguinte razão: $(\text{Patrimônio Líquido} / \text{Passivo Total})$.

- Capacidade de Amortização da Dívida. A capacidade de amortização da dívida de uma empresa é medida pela razão “EBITDA/dívida líquida” ou “FCO/Dívida Líquida”. Estas são as principais medidas quantitativas utilizadas para a definição do risco de crédito corporativo.
- Capacidade de Pagamento de Juros. O índice de cobertura de juros mede até que ponto EBITDA pode diminuir, sem que a empresa fique impossibilitada de atender as suas despesas anuais de juros. Este indicador é obtido pela seguinte razão: $(EBITDA - CAPEX / \text{Juros})$.

Indicadores de Rentabilidade

A Austin Rating também associa, em suas classificações, o risco de crédito de uma empresa com os resultados de suas atividades.

Os indicadores de rentabilidade medem o resultado líquido da combinação da liquidez, gestão dos ativos e do endividamento sobre os resultados operacionais da empresa. Assim sendo, na classificação corporativa, a rentabilidade é analisada pela utilização de indicadores que relacionam os resultados entre si e às contas do Balanço Patrimonial.

- Retorno Sobre o Patrimônio Líquido. A Rentabilidade do PL indica o retorno dos recursos investidos pelos sócios na empresa. Esse índice é dado pela seguinte razão: $(\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido})$.
- Retorno Sobre Ativos. O retorno do lucro líquido em relação aos ativos da empresa é calculado pela razão: $(\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total})$
- Margem Operacional. A Margem Operacional indica o grau de eficiência operacional no desenvolvimento das atividades. A fórmula utilizada para o cálculo desse índice é: $(\text{Resultado Operacional} / \text{Receitas Líquidas})$.
- Margem Líquida. A Margem Líquida indica o grau de eficiência da empresa. Esse índice é calculado da seguinte forma: $(\text{Resultado Líquido} / \text{Receitas Líquidas})$.

Parametrização Estatística

A utilização de indicadores torna necessário o estabelecimento de parâmetros de desempenho, ou indicadores padrão, os quais objetivam constituir um referencial que possibilite a comparação dos indicadores da empresa analisada com uma medida específica.

Para a correta avaliação das variações dos demonstrativos financeiros e dos indicadores de desempenho da empresa ou grupo econômico em análise, a Austin Rating compara os seus índices de desempenho com padrões de desempenho (decis) de empresas do mesmo setor. A forma estatística utilizada para definir os padrões é a mediana, a qual não apresenta os inconvenientes típicos de cálculos de média.