

Critérios | Corporações | Geral:

## Metodologia de Ratings Corporativos

Data de publicação: 19 de novembro de 2013

### **CONTATOS DE CRITÉRIOS**

*Peter Kernan, Londres, (44) 20-7176-3618; peter.kernan@spglobal.com*

*Andrew Palmer, Melbourne, (61) 3-9631-2052; andrew.palmer@spglobal.com*

*Marta Castelli, Buenos Aires, (54) 114-891-2128; marta.castelli@spglobal.com*

### **CONTATOS ANALÍTICOS**

*Gregg Lemos-Stein, CFA, Londres, (44) 20-7176-3911; gregg.lemos-stein@spglobal.com*

*Michael Altberg, Nova York, (1) 212-438-3950; michael.altberg@spglobal.com*

*Alex Herbert, Londres, (44) 20-7176-3616; alex.herbert@spglobal.com*

*Luciano Gremone, Buenos Aires, (54) 114-891-2143; luciano.gremone@spglobal.com*

*(Nota do editor: Em 30 de abril de 2020, republicamos este artigo de critério com mudanças não materiais. Veja detalhes na seção “Revisões e Atualizações”).*

1. Este critério apresenta a metodologia da S&P Global Ratings de avaliação de entidades corporativas e concessionárias de serviços de utilidade pública. O critério organiza o processo analítico de acordo com uma estrutura comum e apresenta as etapas para se determinar o Perfil de Crédito Individual (SACP, na sigla em inglês para *stand-alone credit profile*) e o Rating de Crédito de Emissor (ICR, ou *Issuer Credit Rating*) de uma entidade corporativa. Para o documento de orientação relacionado, consulte “*Guidance: Corporate Methodology*”.

2. Este artigo está relacionado a nosso critério “Princípios dos Ratings de Crédito”.

## RESUMO DO CRITÉRIO

3. O critério descreve a metodologia que utilizamos para determinar o SACP e o ICR de entidades corporativas e de concessionárias de serviços de utilidade pública. Nossa avaliação reflete o perfil de risco de negócios e o perfil de risco financeiro dessas empresas, além de outros fatores que podem modificar o SACP (consulte a definição de SACP em “Perfis de crédito individual (*Stand-Alone Credit Profiles* ou SACP): componente de um rating”). O critério esclarece como determinamos o SACP e o ICR de um emissor e descreve mais detalhadamente os vários fatores dessa análise. O critério explica ainda como utilizamos esses fatores como parte da determinação do ICR de um emissor. Este critério tem por objetivo apresentar ao mercado a metodologia de nossa abordagem de análise fundamentalista dos riscos de crédito corporativos.

4. O perfil de risco de negócios abrange o potencial de risco e retorno de uma empresa nos mercados em que atua, o cenário competitivo nesses mercados (seu risco da indústria), os riscos-país nesses mercados e as vantagens e desvantagens competitivas da empresa neles (sua posição competitiva). O perfil de risco de negócios determina o grau de risco financeiro que uma empresa pode suportar de acordo com seu nível de SACP e constitui a base para o sucesso econômico esperado da mesma. Combinamos nossa avaliação de risco da indústria, risco-país e posição competitiva para determinar a avaliação do perfil de risco de negócios de uma empresa.

5. O perfil de risco financeiro reflete as decisões tomadas pela administração no contexto de seu perfil de risco de negócios e de sua tolerância ao risco financeiro. Isso inclui decisões sobre como a administração busca captar recursos (*funding*) para a empresa e como compõe seu balanço patrimonial. Também reflete a relação entre os fluxos de caixa que a organização pode atingir, dado seu perfil de risco de negócios, e suas obrigações financeiras. O critério utiliza uma análise de fluxo de caixa/alavancagem para determinar o perfil de risco financeiro de um emissor corporativo.

6. Em seguida, combinamos a avaliação do perfil de risco de negócios e a do perfil de risco financeiro de um emissor para determinar sua âncora (tabela 3). Os fatores adicionais de rating que podem modificar a âncora são: diversificação/efeito-portfolio, estrutura de capital, política financeira, liquidez e administração e governança corporativa. A análise de ratings comparáveis é o último fator analítico do critério para se determinar o SACP final de uma empresa.

7. Este critério é complementado por especificações a cada setor, abrangidas nos artigos de critério específicos a indústrias, os chamados Principais Fatores de Crédito (KCFs, ou *Key Credit Factors*) ou no documento de orientação referente a este artigo (“*Guidance: Corporate Methodology*”). Os KCFs descrevem as avaliações dos riscos da indústria de cada setor e podem identificar critérios específicos ao setor que substituem alguns fatores deste critério na análise. O documento “*Guidance: Corporate Methodology*” também fornece orientações adicionais sobre os fatores analíticos que consideramos ao aplicar a “Metodologia de Ratings Corporativos” a determinados setores.

## ESCOPO DO CRITÉRIO

8. Esta metodologia aplica-se a ratings de crédito de emissores corporativos não financeiros no âmbito global. Consulte “Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau

especulativo” e “Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas” para informações adicionais sobre nossa metodologia para determinar ratings de emissão. Esta metodologia não se aplica aos setores mencionados na sequência, por conta de suas características específicas, que exigem uma estrutura diferente de análise ou modificações significativas em um ou mais fatores da análise. Esses setores são: entidades de *project finance*, desenvolvedores de projetos, tradings de commodities, empresas holdings de investimentos e empresas que maximizam seus retornos por meio da compra e venda de participações acionárias ao longo do tempo, empresas de trading japonesas em geral, securitizações corporativas, organizações sem fins lucrativos e cooperativas (diferentes de cooperativas agrícolas) e outras entidades cujos fluxos de caixa advêm principalmente de participações acionárias em empresas parcialmente controladas.

9. Este parágrafo foi excluído.

10. Este parágrafo foi excluído.

## **METODOLOGIA**

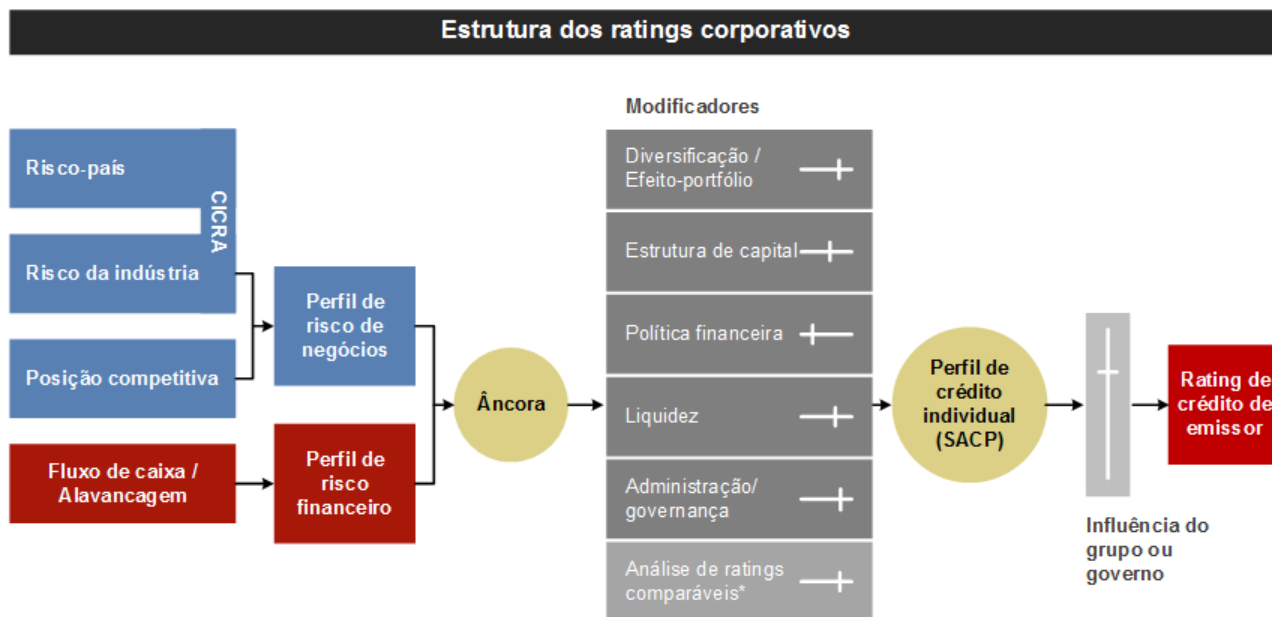
### **A. Estrutura dos ratings corporativos**

11. A metodologia analítica corporativa organiza o processo analítico de acordo com uma estrutura comum e divide o trabalho em vários fatores, de forma que a S&P Global Ratings considere todas as questões relevantes. Em primeiro lugar, avaliamos o perfil de risco de negócios da empresa e seu perfil de risco financeiro; em seguida, combinamos ambas as avaliações para determinarmos a âncora de um emissor. Na sequência, analisamos seis fatores que podem modificar a âncora.

12. Para determinar a avaliação do perfil de risco de negócios de um emissor corporativo, o critério combina a nossa avaliação de risco da indústria, risco-país e posição competitiva. A análise do fluxo de caixa/alavancagem determina a avaliação do perfil de risco financeiro de uma empresa. A análise combina então a avaliação do perfil de risco de negócios do emissor corporativo com a de seu perfil de risco financeiro para determinar sua âncora. Em geral, nossa análise atribui um peso maior ao perfil de risco de negócios no caso de âncoras em grau de investimento, enquanto o perfil de risco financeiro recebe um peso maior para âncoras em grau especulativo.

13. Após determinarmos a âncora, usamos fatores adicionais para modificá-la, sendo eles diversificação/feito-portfólio, estrutura de capital, política financeira, liquidez, e administração e governança corporativa. A avaliação de cada fator pode elevar ou rebaixar a âncora em um ou mais degraus – ou não ter efeito algum. Essas conclusões consistem em avaliações e descritores para cada fator que determinam o número de degraus aplicados à âncora.

14. O último fator analítico do critério trata da análise de ratings comparáveis, que pode elevar ou rebaixar a âncora em um degrau com base em uma visão holística das características de crédito da empresa.



CICRA (Corporate industry and country risk assessment): Avaliação da Indústria Corporativa e do Risco-País.  
Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

15. Os três fatores analíticos do perfil de risco de negócios são, em geral, uma combinação de avaliações qualitativas e informações quantitativas. As avaliações qualitativas distinguem os fatores de risco, tais como as vantagens competitivas de uma empresa, que utilizamos para analisar sua posição competitiva. As informações quantitativas incluem, por exemplo, a ciclicidade histórica de receitas e lucros que analisamos quando avaliamos o risco da indústria, podendo abranger ainda a volatilidade e o nível de rentabilidade que consideramos para avaliar a posição competitiva de uma empresa. As avaliações do perfil de risco de negócios são: 1, excelente; 2, forte; 3, satisfatório; 4, regular; 5, fraco; e 6, vulnerável.

16. Ao avaliar o fluxo de caixa/alavancagem para determinar o perfil de risco financeiro, nossa análise se concentra em métricas quantitativas. As avaliações do perfil de risco financeiro são: 1, mínimo; 2, modesto; 3, intermediário; 4, significativo; 5, agressivo; e 6, altamente alavancado.

17. O ICR resulta da combinação do SACP e da estrutura de suporte, a qual determina a diferença entre o SACP e o ICR, se existente, em razão de influência do grupo ou do governo. A influência extraordinária é então incorporada ao ICR. Nossa metodologia de influência do grupo e do governo é descrita na “Metodologia de rating de grupo” e em “Ratings de Entidades Vinculadas a Governos (GREs, na sigla em inglês para *Government-Related Entities*): Metodologia e Premissas”, respectivamente.

18. O contínuo suporte ou influência negativa de um governo (no caso de entidades vinculadas a governos) ou de um grupo é incorporado ao SACP (consulte o “critério de SACP”). Embora não afete a avaliação do risco da indústria ou do risco-país, esse suporte contínuo/influência negativa pode afetar qualquer outro fator no risco de negócios ou no risco financeiro, como por exemplo a análise da indústria nacional, outros elementos da posição competitiva, o perfil de risco financeiro, a avaliação da liquidez e a análise de ratings comparáveis.

19. A aplicação deste critério resulta em um SACP que pode então ser limitado pelo rating soberano e pela avaliação de Transferência & Conversibilidade (T&C) pertinentes que afetam a entidade quando determinamos o ICR. Para que o ICR final seja mais alto do que o rating soberano ou a avaliação de T&C aplicáveis, a entidade deve atender às condições estabelecidas em “Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas”.

# 1. Determinando a avaliação do perfil de risco de negócios

20. De acordo com o critério, as avaliações combinadas de risco-país, risco da indústria e posição competitiva determinam a avaliação do perfil de risco de negócios de uma empresa. Os pontos fortes e fracos de uma empresa no mercado em que atua são fundamentais para sua análise de crédito, uma vez que determinam a capacidade de um emissor de gerar fluxos de caixa a fim de atender às suas obrigações pontualmente.

21. O risco da indústria, parte integrante da análise de crédito, aborda a solidez e a estabilidade relativas dos mercados em que uma empresa opera. As classificações da avaliação do risco da indústria são: 1, risco muito baixo; 2, risco baixo; 3, risco intermediário; 4, risco moderadamente alto; 5, risco alto; e 6, risco muito alto. A abordagem do risco da indústria é apresentada na seção B.

22. O risco-país aborda os riscos econômico, institucional e de eficácia da governança, e riscos do sistema financeiro e da cultura de pagamento ou do Estado de Direito nos países onde uma empresa opera. As classificações da avaliação do risco-país são 1, risco muito baixo; 2, risco baixo; 3, risco intermediário; 4, risco moderadamente alto; 5, risco alto; e 6, risco muito alto. A abordagem do risco-país é apresentada na seção C.

23. A avaliação da posição competitiva identifica as entidades mais bem posicionadas para se beneficiarem dos principais fatores da indústria ou para mitigarem com mais eficácia os riscos associados – e atingirem uma vantagem competitiva e um perfil de risco de negócios mais forte do que aqueles de entidades que não apresentam uma forte proposição de valor ou que são mais vulneráveis aos riscos da indústria. As classificações da avaliação da posição competitiva são 1, excelente; 2, forte; 3, satisfatória; 4, regular; 5, fraca; e 6, vulnerável. A abordagem completa da posição competitiva é descrita na seção D.

24. A combinação das avaliações de risco-país e risco da indústria é conhecida como Avaliação do Risco da Indústria Corporativa e do Risco-País (CICRA, na sigla em inglês para *Corporate Industry and Country Risk Assessment*). A Tabela 1 apresenta como determinar a avaliação combinada para risco-país e risco da indústria.

**Tabela 1**  
**Determinando a CICRA**

-- Avaliação do risco-país --

Avaliação do risco da indústria	1 (risco muito baixo)		2 (risco baixo)		3 (risco intermediário)		4 (risco moderadamente alto)		5 (risco alto)		6 (risco muito alto)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1 (risco muito baixo)	1	1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2 (risco baixo)	2	2	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
3 (risco intermediário)	3	3	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
4 (risco moderadamente alto)	4	4	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
5 (risco alto)	5	5	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14

6 (risco muito alto)      6      6      6      6      6      6

25. A CICRA é combinada com a avaliação da posição competitiva de uma empresa a fim de criar a avaliação do perfil de risco de negócios do emissor. A tabela 2 apresenta como combinamos essas avaliações.

**Tabela 2**  
**Determinando a avaliação do perfil de risco de negócios**

		--CICRA--					
Avaliação da posição competitiva	1	2	3	4	5	6	
1 (excelente)	1	1	1	2	3*	5	
2 (forte)	1	2	2	3	4	5	
3 (satisfatória)	2	3	3	3	4	6	
4 (regular)	3	4	4	4	5	6	
5 (fraca)	4	5	5	5	5	6	
6 (vulnerável)	5	6	6	6	6	6	

\*Consulte o parágrafo 26.

26. Um pequeno número de empresas com CICRA '5' pode receber avaliação '2' para o perfil de risco de negócios se atendidas todas as condições a seguir:

- A avaliação da posição competitiva da empresa é '1'.
- A avaliação do risco-país da empresa é de até '3'.
- A empresa registra rentabilidade, medida pelo nível e volatilidade dos lucros, significativamente superior à média da indústria.
- A posição competitiva da empresa em seu setor supera seus riscos da indústria em função de vantagens competitivas únicas com seus clientes, fortes níveis de eficiência operacional não apresentados pela maior parte da indústria, ou a empresa dispõe de vantagens de escala/escopo/diversificação consideravelmente acima da grande maioria da indústria.

27. Para emissores com múltiplas linhas de negócios, a avaliação do perfil de risco de negócios baseia-se em nossa análise de cada um dos fatores – risco-país, risco da indústria e posição competitiva – conforme a seguir:

- Risco-país: Utilizamos a média ponderada das avaliações de risco-país para a empresa em todos os países onde ela opera que representem mais de 5% de suas vendas ou EBITDA, ou onde estão localizados mais de 5% dos seus ativos fixos.
- Risco da indústria: Utilizamos a média ponderada das avaliações do risco da indústria para todas as linhas de negócios que representam mais de 20% das projeções de lucros, receitas ou ativos fixos da empresa, ou outros indicadores financeiros apropriados se os lucros, receitas ou ativos fixos não refletirem precisamente a exposição a uma indústria.
- Posição competitiva: Avaliamos todas as linhas de negócios identificadas acima para os componentes vantagem competitiva, escopo/escala/diversificação e eficiência operacional (seção D). Eles são então combinados utilizando-se uma média ponderada de receitas, lucros ou ativos para formar a avaliação preliminar da posição competitiva. O nível de rentabilidade e a volatilidade da rentabilidade são então avaliados com base nos resultados financeiros consolidados da empresa. Subsequentemente, a avaliação preliminar da posição competitiva é

combinada com a avaliação da rentabilidade, conforme descrito na seção D.5, para avaliar a posição competitiva da empresa.

## 2. Determinando a avaliação do perfil de risco financeiro

28. De acordo com o critério, a análise do fluxo de caixa/alavancagem é a base para se avaliar o perfil de risco financeiro de uma empresa. As classificações da avaliação de fluxo de caixa/alavancagem de uma empresa são 1, mínimo; 2, modesto; 3, intermediário; 4, significativo; 5, agressivo; e 6, altamente alavancado. A análise completa do fluxo de caixa/alavancagem é abordada na seção E.

## 3. Combinação das avaliações do perfil de risco financeiro com o perfil de risco de negócios

29. As avaliações do perfil de risco de negócios e do perfil de risco financeiro de um emissor são combinadas para se determinar sua âncora (tabela 3). Se considerarmos insustentável a estrutura de capital de um emissor ou se suas obrigações estiverem atualmente vulneráveis ao não pagamento, e se o devedor depender de condições favoráveis de negócios, financeiras e econômicas para honrar seus compromissos relativos às suas obrigações, determinaremos seu SACP com base no “Critério para Atribuição de Ratings ‘CCC+’, ‘CCC’, ‘CCC-’, e ‘CC’”. Se o emissor atender às condições para atribuição de ratings ‘CCC+’, ‘CCC’, ‘CCC-’ e ‘CC’, não aplicaremos a tabela 3.

**Tabela 3**

**Combinação do perfil de risco de negócios com o perfil de risco financeiro para determinar a âncora**

-- Perfil de risco financeiro --						
Perfil de risco de negócios	1 (mínimo)	2 (modesto)	3 (intermediário)	4 (significativo)	5 (agressivo)	6 (altamente alavancando)
1 (excelente)	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
2 (forte)	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
3 (satisfatório)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
4 (regular)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
5 (fraco)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
6 (vulnerável)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

30. Quando dois resultados de âncora são listados para uma determinada combinação da avaliação do perfil de risco de negócios e do perfil de risco financeiro, a âncora de um emissor é determinada conforme a seguir:

- Quando o perfil de risco financeiro da empresa é ‘4’ ou mais forte (i.e. 1-4), sua âncora baseia-se na solidez comparativa de seu perfil de risco de negócios. Consideramos nossa avaliação do perfil de risco de negócios para os emissores corporativos como sendo pontos distribuídos ao longo de uma possível faixa dentro de sua categoria (e.g. “forte”). Consequentemente, cada uma dessas avaliações que, em última instância, geram o perfil de risco de negócios de um emissor específico, pode estar na extremidade superior ou inferior de tal faixa. Aos emissores com um perfil de risco de negócios mais forte para a faixa de resultado da âncora, atribuiremos uma âncora mais alta. Àqueles com um perfil de risco de negócios mais fraco para a faixa de resultado da âncora será atribuída uma âncora mais baixa.

- Quando o perfil de risco financeiro de uma empresa é '5' ou '6', sua âncora baseia-se na solidez comparativa de seu perfil de risco financeiro. Aos emissores que apresentam índices de fluxo de caixa/alavancagem mais fortes para a faixa de resultados da âncora será atribuída a âncora mais alta. Aos emissores com índices de fluxo de caixa/alavancagem mais fracos para a faixa de resultados da âncora será atribuída a âncora mais baixa. Por exemplo, uma empresa com um perfil de risco de negócios excelente ('1') e um perfil de risco financeiro altamente alavancado ('6'), geralmente teria uma âncora 'bb+' se seu índice de dívida sobre EBITDA fosse 8x ou superior, na ausência de quaisquer fatores atenuantes para esse elevado nível de alavancagem.

## 4. Modificando a âncora

31. A análise de diversificação/efeito-portfolio, estrutura de capital, política financeira, liquidez, e administração e governança corporativa pode elevar ou rebaixar a âncora de uma empresa. A avaliação de cada modificador pode elevar ou rebaixar a âncora em um ou mais degraus – ou não ter nenhum efeito em alguns casos (consulte as tabelas 4 e 5). Expressamos essas conclusões utilizando avaliações e descritores específicos que determinam o número de degraus para se aplicar a âncora. No entanto, esses degraus, de forma agregada, não podem rebaixar a âncora de um emissor abaixo de 'b-' (consulte em "Critério para Atribuição de Ratings 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', e 'CC'", a metodologia que utilizamos para atribuir SACP e ICRs das categorias 'CCC' e 'CC' a emissores).

32. A análise do modificador diversificação/efeito-portfolio identifica os benefícios da diversificação nas linhas de negócios. As avaliações de diversificação/efeito-portfolio são 1, diversificação significativa; 2, diversificação moderada; e 3, neutra. O impacto desse fator na âncora de um emissor, descrito na tabela 4, baseia-se na avaliação do perfil de risco de negócios da empresa. Múltiplos fluxos de receita (os quais são avaliados no âmbito do perfil de risco de negócios de uma empresa) que não sejam perfeitamente correlacionados reduzem o risco de *default* de um emissor (Apêndice D). Determinamos o impacto desse fator com base na avaliação do perfil de risco de negócios, uma vez que perspectivas de negócios fracas reduzem significativamente os benefícios da diversificação. Uma abordagem completa da análise da diversificação/efeito-portfolio é apresentada na Seção F.

Tabela 4

### Modificador - Passo 1: Impacto da diversificação/efeito-portfolio na âncora

-- Avaliação do perfil de risco de negócios --

Diversificação/efeito-portfolio	1 (excelente)		3 (satisfatória)		4 (regular)		6 (vulnerável)	
	2 (forte)	5 (fraca)	2 (forte)	5 (fraca)	2 (forte)	5 (fraca)	2 (forte)	5 (fraca)
1 (diversificação significativa)	+2 degraus	+1	+2 degraus	+1	+1	degrau	degrau	0 degraus
2 (diversificação moderada)	+1 degrau	0	+1 degrau	+1	0	degrau	degraus	0 degraus
3 (neutra)	0 degraus	0	0 degraus	0	0	degraus	degraus	0 degraus

33. Após os ajustes de diversificação/efeito-portfolio, determinamos o impacto de outros modificadores: estrutura de capital, política financeira, liquidez, e administração e governança. Aplicamos esses quatro modificadores na ordem listada na tabela 5. À medida que descemos na lista, um modificador pode mudar (ou não) a âncora para uma nova faixa (uma das faixas nas quatro colunas à direita da tabela). Escolheremos o valor apropriado a partir da nova faixa, ou coluna, para determinarmos o efeito do próximo modificador sobre a âncora, e assim por diante até chegarmos ao último modificador da lista (administração e governança corporativa). Por exemplo, consideremos que a âncora, após o ajuste de diversificação/efeito-portfolio e antes do ajuste para os outros modificadores, seja 'a'. Se a avaliação da



estrutura de capital é muito negativa, a âncora indicada cai dois degraus para 'bbb+'. Assim, para determinarmos o impacto do próximo modificador (política financeira), vamos até a coluna 'bbb+' a 'bbb-' e encontramos a avaliação apropriada – nesse exemplo teórico, 'positiva'. A aplicação dessa avaliação move a âncora até um degrau para a categoria 'a- e mais alta'. Nesse nosso exemplo, a liquidez é forte, portanto, o impacto é zero e a âncora permanece inalterada. A avaliação de administração e governança é satisfatória e, assim, a âncora permanece 'a-' (veja gráfico após a tabela 5).

**Tabela 5**

**Modificador - Passo 2: Impacto dos fatores modificadores remanescentes sobre a âncora**

	--Faixa da âncora --			
	'a-' e mais alta	'bbb+' a 'bbb-'	'bb+' a 'bb-'	'b+' e mais baixa
<b>Fator/Avaliação</b>				
<b>Estrutura de capital (veja a seção G)</b>				
1 (Muito positiva)	2 degraus	2 degraus	2 degraus	2 degraus
2 (Positiva)	1 degrau	1 degrau	1 degrau	1 degrau
3 (Neutra)	0 degraus	0 degraus	0 degraus	0 degraus
4 (Negativa)	-1 degrau	-1 degrau	-1 degrau	-1 degrau
5 (Muito negativa)	-2 ou mais degraus	-2 ou mais degraus	-2 ou mais degraus	-2 degraus
<b>Política financeira (PF; veja a seção H)</b>				
1 (Positiva)	+1 degrau se A&G** for ao menos satisfatória	+1 degrau se A&G for ao menos satisfatória	+1 degrau se liquidez for ao menos adequada e A&G for ao menos satisfatória	+1 degrau se liquidez for ao menos adequada e A&G for ao menos satisfatória
2 (Neutra)	0 degraus	0 degraus	0 degraus	0 degraus
3 (Negativa)	-1 a -3 degraus(1)	-1 a -3 degraus(1)	-1 a -2 degraus(1)	-1 degrau
4 (FS*-4, FS-5, FS-6, FS-6 [menos])	N/A*** (2)	N/A(2)	N/A(2)	N/A(2)
<b>Liquidez (veja a seção I)</b>				
1 (Excepcional)	0 degraus	0 degraus	0 degraus	+1 degrau se PF for positiva, neutra, FS-4, ou FS-5 (3)
2 (Forte)	0 degraus	0 degraus	0 degraus	+1 degrau se a PF for positiva, neutra, FS-4, ou FS-5 (3)
3 (Adequada)	0 degraus	0 degraus	0 degraus	0 degraus

4 (Menos que adequada [4])	N/A	N/A	-1 degrau (5)	0 degraus
5 (Fraca)	N/A	N/A	N/A	SACP limitado a 'b-'

**Administração e governança (A&G; veja a seção J)**

1 (Forte)	0 degraus	0 degraus	0, +1 degraus (6)	0, +1 degraus(6)
2 (Satisfatória)	0 degraus	0 degraus	0 degraus	0 degraus
3 (Regular)	-1 degrau	0 degraus	0 degraus	0 degraus
4 (Fraca)	-2 ou mais degraus(7)	-2 ou mais degraus(7)	-1 ou mais degraus(7)	-1 ou mais degraus (7)

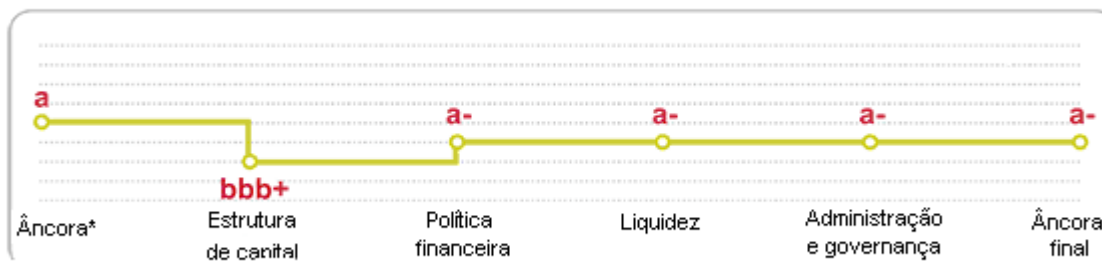
\*FS (*Financial Sponsor*, ou Patrocinador Financeiro)

\*\*A&G (Administração & Governança)

\*\*\*N/A: Não Aplicável

(1) O número de degraus depende do potencial aumento da alavancagem. (2) Veja “Política Financeira”, seção H.2. (3) Degraus adicionais aplicam-se apenas se esperarmos que a liquidez permaneça excepcional ou forte. (4) Consulte a “Metodologia e premissas: descritores de liquidez para emissores corporativos globais”, publicado em 16 de dezembro de 2014. O SACP é limitado a ‘bb+’. (5) Se o SACP do emissor for ‘bb+’ em função do limite máximo, não há nenhum degrau adicional. (6) O ajuste será de um degrau se ainda não tivermos incorporado os benefícios da avaliação de administração e governança forte na análise da posição competitiva do emissor. (7) O número de degraus depende do grau de efeito negativo para o perfil de risco da empresa.

**Exemplo: Como os Modificadores Remanescentes Podem Mudar a Âncora**



**\*Após ajustarmos para a diversificação/efeito-portfolio. Ver parágrafo 33.**

34. Nossa análise da estrutura de capital de uma empresa avalia os riscos em sua estrutura de capital que podem não ser refletidos na avaliação de seu fluxo de caixa/alavancagem. Esses riscos incluem o risco de variação cambial da dívida, o perfil de vencimento da dívida, o risco de taxa de juros da dívida e um subfator de investimentos. Avaliamos a estrutura de capital de um emissor corporativo em uma escala de 1, muito positiva; 2, positiva; 3, neutra; 4, negativa; e 5, muito negativa. A abordagem completa da estrutura de capital é apresentada na seção G.

35. A política financeira amplia a visão dos riscos de uma empresa além das conclusões resultantes das premissas-padrão na análise de fluxo de caixa/alavancagem, estrutura de capital e liquidez. Essas premissas nem sempre refletem ou incorporam adequadamente os riscos de longo prazo da política financeira de uma empresa. A avaliação da política financeira é, portanto, uma medida do grau em que a tomada de decisão do controlador/da administração pode afetar a previsibilidade do perfil de risco financeiro de uma empresa. Avaliamos a política financeira como 1, positiva; 2, neutra; 3, negativa; ou como sendo controlada por um patrocinador financeiro. Identificamos ainda as empresas controladas por patrocinador financeiro como ‘FS-4’, ‘FS-5’, ‘FS-6’ ou ‘FS-6 (menos)’. A abordagem completa da análise da política financeira é descrita na Seção H.

36. Nossa avaliação da liquidez concentra-se nos fluxos monetários – as fontes e usos de caixa –, que são os principais indicadores do colchão de liquidez de uma empresa. A análise também avalia a probabilidade de uma empresa descumprir métricas financeiras atreladas às cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) por conta de queda no lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA). A metodologia incorpora uma análise qualitativa que inclui fatores como a capacidade para absorver eventos de baixa probabilidade, mas de alto impacto (HILP, na sigla em inglês para *high-impact, low-probability events*), a natureza dos relacionamentos com bancos, o nível de reputação nos mercados de crédito e o grau de prudência da gestão de risco financeiro da empresa. As classificações da avaliação de liquidez são 1, excepcional; 2, forte; 3, adequada; 4, menos que adequada; e 5, fraca. O SACP é limitado a 'bb+' para emissores cuja liquidez é menos que adequada e a 'b-' para aqueles emissores com liquidez fraca, independentemente da avaliação de quaisquer modificadores ou da análise de ratings comparáveis. (Consulte a metodologia completa sobre a avaliação da liquidez de emissores corporativos em "Metodologia e premissas: descritores de liquidez para emissores corporativos globais").

37. A análise de administração e governança corporativa aborda como a competência estratégica da administração, a eficácia operacional, a gestão de riscos e as práticas de governança formam a posição competitiva da empresa no mercado, a solidez de sua gestão de risco financeiro e a solidez de sua governança. As classificações de administração e governança são 1, forte; 2, satisfatória; 3, regular; e 4, fraca. Tipicamente, os resultados da âncora em grau de investimento refletem uma administração e governança avaliada como 'forte' ou 'satisfatória' e, portanto, não há benefícios adicionais. Em contraste, uma avaliação de administração e governança 'regular' ou 'fraca' pode levar a uma âncora mais baixa. Além disso, uma avaliação 'forte' de administração e governança para uma entidade mais fraca é vista como um fator favorável, de acordo com o critério, e pode ter um impacto positivo no resultado do SACP final. Consulte a abordagem completa de administração e governança em "Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas".

## **5. Análise de ratings comparáveis**

38. A âncora, após os ajustes pelos modificadores, pode ser elevada ou rebaixada em um degrau para se calcular ao SACP de um emissor, com base na nossa análise de ratings comparáveis, que é uma revisão holística do perfil de risco de crédito individual de uma empresa, no qual avaliamos conjuntamente as características de crédito do emissor. Uma avaliação positiva resulta em elevação de um degrau, uma avaliação negativa leva a um rebaixamento de um degrau e uma avaliação neutra não causa mudança na âncora. A aplicação da análise de ratings comparáveis reflete a necessidade de um ajuste (*fine-tuning*) dos resultados dos ratings, mesmo após a utilização de cada um dos outros modificadores. Uma avaliação positiva ou negativa, portanto, provavelmente será mais comum do que excepcional.

## **B. Risco da indústria**

39. A análise do risco da indústria aborda os principais fatores que, na opinião da S&P Global Ratings, afetam os riscos que as entidades enfrentam em suas respectivas indústrias. (Consulte "Metodologia: Risco da indústria").

## **C. Risco-país**

40. A análise do risco-país aborda os principais fatores que, na visão da S&P Global Ratings, podem afetar o país onde as entidades operam. Os riscos-país, que incluem riscos econômicos, institucionais e de eficácia da governança, riscos do sistema financeiro e da cultura de pagamento/Estado de Direito, influenciam os riscos de crédito para todas as entidades corporativas avaliadas. (Consulte "Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País").

# 1. Avaliação do risco-país para emissores corporativos

41. Os parágrafos a seguir explicam como o critério determina a avaliação de risco-país para uma empresa. Uma vez calculada, a combinamos com a avaliação de risco da indústria do emissor para calcular sua CICRA (veja Seção A, tabela 1). A CICRA é um dos fatores do perfil de risco de negócios do emissor. Se um emissor apresenta exposição ao risco-país entre muito baixa e intermediária, representada por uma avaliação de risco-país '1', '2' ou '3', o risco-país é neutro para a CICRA de um emissor. Porém, se um emissor possui exposição ao risco-país entre moderadamente alta a muito alta, representada pela avaliação de risco-país '4', '5' ou '6', sua CICRA pode ser influenciada por sua avaliação de risco-país.

42. As empresas que operam em um único país receberão uma avaliação de risco-país dessa jurisdição. Para as entidades com exposição a mais de um país, o critério calcula prospectivamente a proporção de exposição a cada país com base no EBITDA, nas receitas ou nos ativos fixos projetados, ou em outros indicadores financeiros apropriados caso o EBITDA, as receitas ou ativos fixos não reflitam precisamente a exposição àquela jurisdição.

43. Para chegarmos à avaliação de risco-país combinada de uma empresa, multiplicamos a média ponderada de suas exposições a cada país pela avaliação de risco de cada um deles, e então somamos esses números. Para o cálculo da média ponderada, o critério considera os países onde a empresa gera mais de 5% de suas receitas de vendas ou onde se localizam mais de 5% de seus ativos fixos, e todas as ponderações são arredondadas para o dígito mais próximo de 5% antes do cálculo da média. Arredondamos a avaliação para o número inteiro mais próximo, de forma que uma avaliação ponderada de 2,2 seja arredondada para 2, e uma avaliação ponderada de 2,6 para 3 (tabela 6).

**Tabela 6**

**Exemplo hipotético de média ponderada de risco-país de uma empresa**

País	Ponderação (% do negócio*)	Risco-país§	Risco-país ponderado
País A	45	1	0,45
País B	20	2	0,4
País C	15	1	0,15
País D	10	4	0,4
País E	10	2	0,2
Avaliação de média ponderada de risco-país	--	--	2

(arredondada para o número inteiro mais próximo)

\*Com base no EBITDA, receitas, ativos fixos ou outros indicadores financeiros quando apropriado. §Em uma escala de 1 a 6, do risco mais baixo ao mais alto.

44. Uma abordagem de elo mais fraco (*weak link*), que nos ajuda a calcular a avaliação de risco-país combinada para empresas com exposição a mais de um país, funciona da seguinte forma: se os ativos fixos estiverem baseados em um país de risco mais alto, mas os produtos são exportados para um país de risco mais baixo, a exposição da empresa será ao país de risco mais alto. Similarmente, se os ativos fixos estiverem baseados em um país de risco mais baixo, mas as receitas de exportação são geradas em um país de risco mais alto e não podem ser facilmente redirecionadas para outros lugares, medimos a exposição ao país de risco mais alto. Se o fornecedor de uma empresa se localiza em um país de risco mais alto, e suas necessidades de suprimento não podem ser facilmente redirecionadas para outros

lugares, medimos a exposi o ao país de risco mais alto. Por outro lado, se a cadeia de suprimentos puder ser reestruturada facilmente em outro país, não medimos a exposi o ao país de risco mais alto.

45. O risco-país de uma empresa localizada em uma única jurisdi o pode ser mitigado no seguinte caso: se a empresa exporta a maior parte de seus produtos e não tem exposi o direta ao sistema bancário de um país que poderia afetar seu *funding*, seu serviço da dívida, liquidez ou capacidade de transferir pagamentos de, ou para, suas principais contrapartes, podemos reduzir a classifica o do risco-país em uma categoria (por exemplo, de '5' para '4') a fim de determinar a classifica o de risco-país ajustada. Isso se aplicaria apenas para países onde consideramos o subfator de risco do sistema financeiro como um fator restritivo para sua classifica o geral de risco-país. Para tal empresa, outros riscos-país não são mitigados: o risco econômico ainda se aplica, embora este constitua um risco menor do que para uma empresa que realiza suas vendas no mercado doméstico (a potencial volatilidade cambial permanece um risco para os exportadores); o risco institucional e de eficácia da governança ainda se aplica (o risco político pode colocar ativos em risco); e o risco da cultura de pagamento/Estado de Direito ainda se aplica (os riscos legais podem colocar em risco os ativos e contratos internacionais).

46. As empresas em geral divulgam informa es agregadas por blocos de países, em vez de informa es específicas a cada país. Se a informa o que precisamos para estimar a exposi o para todos os países estiver indisponível, utilizaremos as avalia es de risco regional, as quais são calculadas como m dias das avalia es de risco-país, ponderadas pelo Produto Interno Bruto (PIB) de cada país em uma região definida. O critério avalia o risco regional em uma escala de '1' a '6' (da mais forte   mais fraca). Veja na tabela 26 do Apêndice A uma lista os países que compõem as diversas regiões.

47. Se um emissor não divulga suas exposi es por país ou por região, as exposi es de risco-país individuais ou regionais serão estimadas.

## **2. Ajustando a avaliaão do risco-país   diversificaão**

48. Ajustaremos a avaliaão de risco-país para empresas que operam em múltiplas jurisdi es e apresentam alto grau de diversificaão em suas exposi es de risco-país. Como resultado dessa diversificaão, uma empresa pode ter menor exposi o ao risco-país do que indicado pela média ponderada de suas exposi es. Da mesma forma, a avaliaão de risco-país de uma empresa pode ser ajustada se um emissor atender às condi es apresentadas no parágrafo 49.

49. A avaliaão preliminar de risco-país   elevada em uma categoria para refletir sua diversificaão se atendidas as quatro condi es a seguir:

- Se a sede da empresa (conforme definido no parágrafo 51) for localizada em um país cuja avaliaão de risco seja mais forte que sua avaliaão preliminar de risco-país.
- Se nenhum país com avaliaão de risco igual ou inferior   avaliaão preliminar de risco-país da empresa representar, ou caso se espere que represente, mais do que 20% das receitas, do EBITDA, dos ativos fixos ou de outras medidas financeiras apropriadas.
- Se a empresa for financiada principalmente por sua controladora, ou por uma subsidiária financeira em um ambiente de risco-país semelhante ou mais forte que o de sua controladora, ou se quaisquer recursos locais puderem ser rapidamente substituídos no nível da controladora.
- Se a avaliaão de risco da indústria da empresa for '4' ou mais forte.

50. A avaliaão de risco-país para empresas com 75% ou mais de exposi o a uma jurisdi o não pode ser elevada e, na maioria dos casos, se equipara   avaliaão do risco-país daquela jurisdi o. Contudo, a avaliaão de risco-país de empresas com 75% ou mais de exposi o a uma jurisdi o pode ser rebaixada se a exposi o remanescente da empresa estiver localizada em jurisdi es de risco mais alto.

51. Consideramos a localiza o da sede corporativa relevante para a exposi o geral ao risco porque isso influencia a percep o de uma empresa e sua reputa o – e pode afetar seu acesso a capital. Determinamos a localiza o da sede com base nas operaões *de facto* da sede, em vez de considerarmos apenas a jurisdi o onde foi incorporada ou a listagem em bolsa para empresas de capital aberto. As

operações *de facto* da sede corporativa referem-se ao país onde está localizada a administração executiva e onde são realizadas as atividades corporativas de alto escalão, incluindo o planejamento estratégico e a captação de recursos. Se tais atividades ocorrerem em diferentes países, consideramos a avaliação de risco-país mais fraca aplicável.

## **D. Posição competitiva**

52. A posição competitiva abrange os fatores específicos à empresa que podem adicionar ou contrabalançar parcialmente os riscos da indústria e risco-país – os dois outros principais fatores do perfil de risco de negócios de uma empresa.

53. A posição competitiva de uma empresa considera: 1) sua vantagem competitiva; 2) sua escala, escopo e diversificação; 3) sua eficiência operacional; e 4) sua rentabilidade. Os pontos fortes e fracos da empresa com relação aos três primeiros componentes moldam sua competitividade no mercado e a sustentabilidade ou vulnerabilidade de suas receitas e margens. A rentabilidade pode confirmar nossa avaliação inicial da posição competitiva ou modificá-la, positiva ou negativamente. Um conjunto de características de posição competitiva mais forte do que a média da indústria fortalecerá o perfil de risco de negócios de uma empresa. Por outro lado, um conjunto das características da posição competitiva mais fraco do que a média da indústria enfraquecerá seu perfil de risco de negócios.

54. Este critério descreve como realizamos a avaliação de posição competitiva, além de fornecer uma diretriz sobre como avaliamos cada componente com base em diversos subfatores. O critério define as regras de ponderação aplicadas para se obter uma avaliação da posição competitiva preliminar, descrevendo como esta pode ser mantida, elevada ou rebaixada com base na rentabilidade da empresa. A análise da posição competitiva da S&P Global Ratings é qualitativa e quantitativa.

## **1. Componentes da posição competitiva**

55. A posição competitiva de uma empresa pode ser avaliada como 1, excelente; 2, forte; 3, satisfatória; 4, regular; 5, fraca; ou 6, vulnerável.

56. A análise da posição competitiva inclui uma revisão dos seguintes itens:

- Vantagem competitiva;
- Escala, escopo e diversificação;
- Eficiência operacional; e
- Rentabilidade.

57. Seguimos quatro etapas para determinar a classificação da posição competitiva. Na primeira, avaliamos separadamente a vantagem competitiva, escala, escopo e diversificação, e eficiência operacional (excluindo quaisquer benefícios ou riscos já capturados na CICRA do emissor). Na segunda, aplicamos os fatores de ponderação a esses três componentes para obter uma classificação média ponderada que se traduz em uma avaliação da posição competitiva preliminar. Na terceira, avaliamos a rentabilidade. Por fim, na quarta etapa, combinamos a avaliação da posição competitiva preliminar com aquela de rentabilidade para determinar a avaliação da posição competitiva final. A rentabilidade pode confirmar ou influenciar, positiva ou negativamente, a avaliação da posição competitiva.

58. Avaliamos a solidez relativa de cada um dos três primeiros componentes por meio da revisão de diversos subfatores (tabela 7). Quando as métricas quantitativas são relevantes e estão disponíveis, as utilizamos para analisar esses subfatores. No entanto, nossa avaliação geral de cada componente é qualitativa. Nossa avaliação é prospectiva; utilizamos dados históricos apenas para nos fornecer uma percepção das tendências futuras.

59. Avaliamos a rentabilidade por meio de dois subcomponentes: nível de rentabilidade (medido pelos níveis históricos e projetados de retorno sobre capital, margem EBITDA e/ou métricas específicas do setor) e a volatilidade da rentabilidade (medida pelas flutuações observadas historicamente e esperadas).

no EBITDA, no retorno sobre capital, na margem EBITDA ou em métricas específicas do setor). Avaliamos ambos os subcomponentes no contexto da indústria da empresa.

Tabela 7 Componentes da posição competitiva e subfatores		
Componente	Explicação	Subfatores
1. Vantagem competitiva (Apêndice B, seção 1)	O posicionamento estratégico e a atratividade para os clientes de produtos ou serviços de uma empresa, e a fragilidade ou sustentabilidade do seu modelo de negócios	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estratégia</li> <li>• Diferenciação/exclusividade/ posicionamento de produto/pacotes integrados (<i>bundling</i>)</li> <li>• Reputação da marca e marketing</li> <li>• Qualidade do produto e/ou serviço</li> <li>• Barreiras à entrada, custos de substituição (<i>switching costs</i>)</li> <li>• Vantagens e capacidades tecnológicas e vulnerabilidade a/habilidade para conduzir mudanças tecnológicas</li> <li>• Características da base de ativos</li> </ul>
2. Escala, escopo e diversificação (Apêndice B, Seção 2)	A concentração ou diversificação das atividades do negócio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diversificação de produtos ou serviços</li> <li>• Diversificação geográfica</li> <li>• Volumes, tamanho dos mercados e receitas, e participações de mercado</li> <li>• Maturidade dos produtos ou serviços</li> </ul>
3. Eficiência operacional (Apêndice B, Seção 3)	A qualidade e flexibilidade da base de ativos de uma empresa e sua gestão e estrutura de custos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estrutura de custos</li> <li>• Processos de produção</li> <li>• Gestão de capital de giro</li> <li>• Tecnologia</li> </ul>
4. Rentabilidade		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nível de rentabilidade (retorno sobre capital, margem EBITDA e/ou métricas relevantes do setor tanto históricas quanto projetadas)</li> <li>• Volatilidade da rentabilidade</li> </ul>

©Fonte: Standard & Poor's 2013.

## 2. Avaliação da vantagem competitiva, escala, escopo e diversificação, e eficiência operacional

60. Avaliamos vantagem competitiva; escala, escopo e diversificação, e eficiência operacional como: 1, forte; 2, forte/adequada; 3, adequada; 4, adequada/fraca; ou 5, fraca. As tabelas 8, 9 e 10 apresentam diretrizes sobre a classificação de cada componente.

61. Nossa avaliação da solidez relativa dos componentes coloca ênfase significativa na análise comparativa. As comparações com pares oferecem um contexto para se avaliar os subfatores e o

componente resultante. Revisamos as características específicas da empresa no contexto de sua indústria, não apenas em seu subsetor específico. (Veja uma lista das indústrias e subsetores no Apêndice B, tabela 27). Por exemplo, quando avaliamos uma empresa aérea, utilizaremos como *benchmarks* (referências) para a avaliação em relação aos pares a indústria mais ampla de transportes cíclicos (incluindo os subsetores de transporte marítimo e rodoviário), e não apenas outras empresas aéreas. Da mesma forma, compararemos um fabricante de móveis residenciais com outras empresas na indústria de bens de consumo duráveis, incluindo fabricantes de ferramentas e produtos de lazer. Poderemos ocasionalmente estender a comparação a outras indústrias se, por exemplo, as linhas de negócios de uma empresa atenderem a diversas indústrias, ou se houver um número limitado de pares avaliados em uma indústria, subsetor ou região.

62. Uma avaliação forte significa que os pontos fortes da empresa com relação a esse componente superam seus pontos fracos, e que a combinação de subfatores pertinentes resulta em riscos de negócios abaixo da média da indústria. Uma avaliação adequada significa que os pontos fortes e fracos da empresa com relação a esse componente são equilibrados e que os subfatores pertinentes resultam em riscos de negócios médios na indústria. Uma avaliação fraca significa que os pontos fracos da empresa com relação a esse componente anulam quaisquer pontos fortes e que seus subfatores, no total, representam riscos de negócios acima da média na indústria.

63. Quando um componente não é claramente forte ou adequado, podemos avaliá-lo como forte/adequado. Um componente que não é claramente adequado ou fraco pode ser classificado como adequado/fraco.

64. Embora revisemos cada subfator, não os avaliamos separadamente – e procuramos entender como eles podem reforçar ou enfraquecer um ao outro. A avaliação de um componente combina os pontos fortes relativos e a importância dos seus subfatores. Um ou mais subfatores podem ser especialmente importantes para uma empresa específica – mesmo os fatores que não são comuns na indústria. Os artigos de KCFs da indústria ou o “*Guidance: Corporate Methodology*” identificam os subfatores que são consistentemente mais importantes, ou que não são relevantes, em uma determinada indústria.

65. Nem todos os subfatores podem ser igualmente importantes, e os pontos fortes ou fracos de um único deles podem compensar todos os demais. Por exemplo, se apesar de um histórico de lançamentos de produtos bem sucedido e uma marca forte (*brand equity*) a estratégia da empresa não se mostrar adaptável, em nossa opinião, às mudanças nas dinâmicas competitivas da indústria, provavelmente não avaliaremos sua vantagem competitiva como forte. Similarmente, se suas receitas advirem desproporcionalmente de uma linha de produtos limitada, poderemos considerar isso como parte de seu risco de exposição a um pequeno mercado geográfico e, dessa forma, avaliaremos seu componente de escala, escopo e diversificação como fraco.

66. Ocasionalmente, as empresas, em decorrência de mudanças nas dinâmicas da indústria ou estratégicas, expandirão ou reduzirão suas linhas de produtos ou serviços, alterarão suas estruturas de custos, enfrentarão novos concorrentes ou terão de se adaptar a novos ambientes regulatórios. Nesses casos, reavaliaremos todos os subfatores pertinentes (e as avaliações dos componentes).

<b>Tabela 8</b>		
<b>Avaliação de vantagem competitiva</b>		
<b>Qualificador</b>	<b>O que significa</b>	<b>Diretriz</b>
Forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>A empresa tem uma grande vantagem competitiva em função de um fator ou de uma combinação de fatores que suporta o crescimento das receitas e margens, combinado com volatilidade da rentabilidade abaixo da média.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A estratégia de negócios da empresa é altamente consistente com, e adaptável às, tendências e condições da indústria e suporta sua liderança no mercado.</li> <li>Ela consistentemente desenvolve e comercializa produtos ou serviços diferenciados, alinhada</li> </ul>



	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Há grandes chances de a empresa sustentar essa vantagem no longo prazo.</li> <li>• Isso deverá possibilitar à empresa resistir a desacelerações econômicas e ameaças competitivas e tecnológicas melhor do que seus competidores.</li> <li>• Quaisquer pontos fracos em um ou mais subfatores são mais do que compensados por outros subfatores que produzem crescimento da receita sustentável e rentável.</li> </ul>	<p>seus produtos com a demanda do mercado, e aprimora a atratividade ou exclusividade da sua proposição de valor por meio de vendas conjuntas de produtos.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Seu histórico positivo de desenvolvimento de produtos, qualidade dos serviços e satisfação e retenção de clientes suportam sua capacidade para manter ou melhorar sua participação de mercado.</li> <li>• Seus produtos ou serviços têm claramente um preço <i>premium</i> em relação aos de seus competidores graças à sua marca forte (<i>brand equity</i>), liderança tecnológica ou qualidade do serviço; é capaz de sustentar essa vantagem com inovação e marketing eficientes.</li> <li>• A empresa se beneficia das barreiras à entrada de regulação, características do mercado ou benefícios intrínsecos (tais como patentes, tecnologia ou relacionamento com clientes) que reduzem de maneira efetiva a ameaça de novos competidores.</li> <li>• Ela tem demonstrado um compromisso e capacidade para reinvestir de maneira efetiva em sua base de ativos, conforme evidenciado por um fluxo contínuo de novos produtos e/ou melhorias em suas principais capacidades, como retenção de funcionários, relacionamento com os clientes, distribuição e relacionamentos com fornecedores. Esses ativos tangíveis e intangíveis suportam as perspectivas de longo prazo de crescimento sustentável e rentável da empresa.</li> </ul>
<p>Adequada</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa possui algumas vantagens competitivas, mas não a ponto de criar um modelo de negócios superior ou benefício durável comparado a seus pares.</li> <li>• Possui algumas, mas não todas, as vantagens competitivas. Certos fatores suportam a viabilidade de longo prazo do negócio e devem resultar em rentabilidade e volatilidade de rentabilidade médias durante</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A estratégia da empresa é bem adaptada às condições de mercado, mas não é necessariamente líder em estabelecer tendências da indústria.</li> <li>• Não possui capacidade superior nem inferior ao padrão em termos de diferenciação e posicionamento de produtos ou serviços.</li> <li>• Seus produtos não possuem</li> </ul>

	<p>recessões ou períodos de maior competição. No entanto, esses fatores são parcialmente compensados pelas desvantagens da empresa ou pela falta de sustentabilidade de outros fatores.</p>	<p>prêmio sobre o preço ou vantagem em relação às marcas concorrentes como resultado do valor de sua marca ou seu posicionamento tecnológico.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ela pode usufruir de algumas barreiras à entrada que oferecem certa defesa com relação a competidores, mas não as domina; enfrenta certo risco de deslocamento ou substituição de produtos/ serviços em prazos mais longos.</li> <li>• Suas métricas de qualidade do produto ou serviço e de satisfação e retenção de clientes estão em linha com a média de sua indústria. A empresa pode perder clientes para os competidores se cometer equívocos operacionais.</li> <li>• Seu perfil de ativos não apresenta características particularmente superiores ou inferiores em relação a outros participantes da indústria. Esses ativos geram crescimento consistente das receitas e margens, embora as perspectivas de longo prazo estejam sujeitas a algumas incertezas.</li> </ul>
<p>Fraca</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa tem poucas, ou nenhuma, vantagens competitivas e várias desvantagens competitivas.</li> <li>• Como a empresa carece de diversas vantagens competitivas, suas perspectivas de longo prazo são incertas e a volatilidade de sua rentabilidade provavelmente será superior à média da indústria.</li> <li>• A empresa é menos capaz de enfrentar ameaças econômicas, competitivas ou tecnológicas do que seus competidores.</li> <li>• Alternativamente, a empresa apresenta pontos fracos em um ou mais subfatores que poderiam manter sua rentabilidade abaixo da média e sua volatilidade de margens acima da média durante desacelerações econômicas ou períodos de maior competição.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A estratégia da empresa é inconsistente com ou não é bem adaptada às tendências e condições do mercado.</li> <li>• Há evidência de pouca inovação, lentidão no desenvolvimento e comercialização de novos produtos, incapacidade para aumentar preços, e/ou prover pacotes integrados de produtos.</li> <li>• Seus produtos geralmente não possuem prêmio sobre o preço em relação às marcas dos competidores, e ela tem de vendê-los a preços mais baixos do que seus pares com frequência.</li> <li>• Ela tem registrado ou corre o risco de registrar perda de clientes em função de queda na qualidade e porque os clientes percebem seus produtos ou serviços como sendo menos valiosos do que aqueles de seus competidores.</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Suas receitas e participações de mercado são vulneráveis a preços agressivos de competidores novos ou existentes ou aos riscos de mudança tecnológica no curto a médio prazo.</li> <li>• Suas métricas de qualidade dos produtos ou serviços e satisfação ou retenção de clientes são mais fracas do que a média da indústria.</li> <li>• Seus reinvestimentos no próprio negócio são inferiores aos de seus pares, sua capacidade de reter talentos operacionais é limitada, sua rede de distribuição é ineficiente, e suas receitas poderiam se estagnar ou reduzir como consequência.</li> </ul>
--	--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**Tabela 9**  
Escala, escopo e diversificação

Qualificador	O que significa	Diretriz
Forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A escala, escopo e diversificação geral da empresa suportam a estabilidade de suas receitas e lucros, protegendo-a de todas as combinações de fatores, eventos ou tendências adversos, exceto as mais prejudiciais.</li> <li>• As vantagens significativas da empresa em termos de escala, escopo e diversificação lhe possibilitam enfrentar ameaças econômicas, regionais, competitivas e tecnológicas melhor do que seus competidores.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A gama de produtos ou serviços da empresa está entre a mais abrangente no setor. A empresa obtém suas receitas e lucros a partir de um conjunto de produtos ou serviços mais amplo do que a média da indústria.</li> <li>• Os produtos e serviços da empresa ocupam posição de liderança em relação aos de outros participantes da indústria.</li> <li>• A empresa não depende de um cliente específico ou de um pequeno grupo de clientes. Caso dependa, o(s) cliente(s) possui/possuem alta qualidade de crédito, sua demanda é altamente sustentável, ou a empresa e seu (s) cliente (s) apresentam forte interdependência.</li> <li>• A empresa não depende de nenhum fornecedor em particular ou de um grupo relacionado de fornecedores que não possa substituir facilmente. Se for esse o caso, esse fornecedor possui alta qualidade de crédito, ou a empresa e seu(s)</li> </ul>

		<p>fornecedor(es) apresentam forte interdependência.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa usufrui de diversificação geográfica mais ampla do que seus pares e não depende excessivamente de demanda de um mercado local ou regional. Se depender, o mercado é local, muitas vezes em função de razões regulatórias. Os centros de produção ou serviços da empresa são diversificados em várias localidades.</li> <li>• A empresa detém um investimento estratégico que lhe proporciona diversificação de negócios positiva.</li> </ul>
Adequada	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A escala, escopo e diversificação geral da empresa são comparáveis aos de seus pares.</li> <li>• A capacidade da empresa de enfrentar ameaças econômicas, competitivas ou tecnológicas é comparável à de outras dentro do seu setor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa possui uma ampla gama de produtos ou serviços comparada à de seus competidores e não depende de nenhum produto ou serviço em particular para a maioria de suas receitas e lucros.</li> <li>• A participação de mercado da empresa é média comparada à de seus competidores.</li> <li>• A dependência de/ou concentração em clientes importantes não é maior do que a média da indústria, e a perda de um cliente importante não acarretaria alto risco para a estabilidade do seu negócio.</li> <li>• A empresa não depende excessivamente de nenhum fornecedor em particular ou grupo regional de fornecedores que ela não possa substituir facilmente.</li> <li>• A empresa não depende excessivamente de um mercado local ou regional, e sua presença geográfica de produção e geração de receitas se compara com à de outros participantes da indústria.</li> </ul>
Fraca	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A ausência de escala, escopo e diversificação da empresa compromete a estabilidade e sustentabilidade de suas receitas e lucros.</li> <li>• A vulnerabilidade da empresa a, ou sua dependência de, vários elementos de escala,</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• As ofertas de produtos ou serviços da empresa são de certa forma limitadas quando comparadas às de seus pares do setor. A empresa obtém sua rentabilidade de um grupo restrito de produtos ou serviços, e não atingiu</li> </ul>

	<p>escopo e diversificação a torna menos provável de conseguir enfrentar ameaças econômicas, competitivas ou tecnológicas do que seus competidores.</p>	<p>participação de mercado significativa em relação aos seus pares.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• A demanda por seus produtos e serviços é inferior àquela de seus competidores, tendência essa que não está melhorando.</li> <li>• A empresa depende fortemente de um cliente em particular ou de um pequeno grupo de clientes, e a natureza de sua base de clientes não mitiga esse risco.</li> <li>• A empresa depende de um fornecedor em particular ou de um grupo pequeno de fornecedores que ela não seria capaz de repor facilmente sem incorrer em altos custos de substituição.</li> <li>• A empresa é dependente desproporcionalmente de uma única economia local ou regional para vender seus bens ou serviços, enquanto a indústria em que opera é global.</li> <li>• Os seus principais ativos de produção são concentrados em certas localidades e a empresa apresenta capacidade limitada de substituí-los rapidamente sem incorrer em altos custos relativos aos seus lucros.</li> </ul>
--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**Tabela 10**  
Avaliação de eficiência operacional

Qualificador	O que significa	Diretriz
Forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa maximiza receitas e margens mediante o uso inteligente de seus ativos e a minimização de custos e aumento de eficiência.</li> <li>• A estrutura de custos da empresa lhe possibilita enfrentar desacelerações econômicas melhor do que seus pares.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa tem uma estrutura de custos mais baixos em comparação aos de seus pares, resultando em lucros ou margens mais altos, ainda que a utilização da capacidade ou demanda esteja bem abaixo do ideal e em ciclos de desaceleração econômica e da indústria.</li> <li>• A empresa tem demonstrado ser capaz de administrar eficientemente custos fixos e variáveis mesmo durante desacelerações cíclicas, com um histórico de programas de reduções de custos bem sucedido e muitas vezes</li> </ul>

		<p>contínuo.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sua capacidade de utilização está próxima do nível ótimo no pico do ciclo da indústria e supera a média da indústria durante o ciclo.</li> <li>• A empresa tem demonstrado que pode repassar os aumentos nos custos de insumo e esperamos que isso continue.</li> <li>• A empresa possui alta capacidade de ajustar seus custos de produção e trabalhistas em resposta a mudanças na demanda sem repercussões para a qualidade de produto, ou tem demonstrado capacidade de operar muita rentabilidade em um ambiente de custos mais onerosos ou de trabalho menos flexível.</li> <li>• Seus fornecedores têm demonstrado capacidade de lidar com mudanças na demanda sem causar gargalos ou problemas de qualidade, podendo absorver todas, exceto as mais severas, as rupturas na cadeia de suprimentos.</li> <li>• A empresa apresenta capacidade superior de gestão do capital de giro, conforme demonstrado por um “ciclo de conversão de caixa” acima da média, bem como por outras métricas de capital de giro, que dão suporte a um maior fluxo de caixa e menores custos de financiamento.</li> <li>• Seus investimentos em tecnologia podem aumentar o crescimento das receitas e/ou melhorar sua estrutura de custos e eficiência operacional.</li> </ul>
<p>Adequada</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uma combinação de posição de custos e fatores de eficiência deve suportar a sustentabilidade do lucro, combinada com uma volatilidade média em relação à de seus pares. Sua estrutura de custos é similar à de seus pares.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa tem demonstrado capacidade de administrar alguns de seus custos fixos e a maioria de seus custos variáveis, exceto durante períodos de demanda extremamente fraca, e apresenta certo histórico de corte de custos em períodos bons e ruins.</li> <li>• Sua estrutura de custos</li> </ul>

		<p>permite certa rentabilidade, mesmo se a utilização da capacidade ou a demanda dos clientes estiver significativamente abaixo dos níveis ideais. A empresa pode pelo menos atingir o equilíbrio durante a maior parte do ciclo da indústria/ demanda.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• A estrutura de custos da empresa está alinhada à de seus pares. Por exemplo, suas despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&amp;A, na sigla em inglês) como porcentagem das receitas são semelhantes às de seus pares e devem permanecer estáveis.</li> <li>• A empresa tem demonstrado capacidade de ajustar custos de mão-de-obra na maioria dos cenários sem prejudicar a produção e a qualidade, ou é capaz de gerar rentabilidade em um ambiente de maior custo de mão-de-obra ou menos flexível; apresenta certo êxito no repasse de aumentos de custos de produtos, embora talvez apenas parcialmente ou com atrasos.</li> <li>• Seus fornecedores enfrentaram variações típicas na demanda sem causar gargalos amplos ou questões relativas à qualidade, e a empresa possui certa capacidade de enfrentar rupturas na cadeia de suprimentos.</li> <li>• A empresa apresenta boa gestão do capital de giro, conforme demonstrado em seu ciclo de conversão de caixa e métricas de capital de giro alinhadas às de seus pares.</li> <li>• Os investimentos da empresa em tecnologia podem ajudá-la a ao menos manter sua estrutura de custos e o nível atual de eficiência operacional.</li> </ul>
<p>Fraca</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A eficiência operacional da empresa a torna menos rentável que os seus pares em razão da menor utilização de ativos e/ou de uma estrutura de custos mais elevada e menos flexível.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A posição de custos da empresa lhe proporciona rentabilidade acima de marginal apenas se a utilização da capacidade estiver no topo do ciclo ou em períodos de forte demanda. Essa posição de custos exige condições sólidas</li> </ul>

		<p>e sustentadas da indústria para gerar níveis de rentabilidade adequados.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa tem capacidade limitada de administrar custos fixos e até mesmo seus custos tipicamente mais variáveis são fixos nos próximos dois a três anos.</li> <li>• A empresa tem um histórico limitado de reduções de custos com êxito, como redução nos custos de mão-de-obra diante de mudanças na demanda, ou possui capacidade limitada para repassar aumentos nos custos das matérias-primas.</li> <li>• Seus custos são superiores aos de seus pares. Por exemplo, suas despesas SG&amp;A como porcentagem da receita ultrapassam as dos pares, e provavelmente se manterão assim.</li> <li>• Seus fornecedores podem enfrentar gargalos ou problemas de qualidade no caso de variações moderadas na demanda, ou possuem capacidade tecnológica limitada. Há evidências de que uma ruptura limitada na cadeia de suprimentos poderia tornar mais difícil para os fornecedores atenderem a seus compromissos.</li> <li>• Sua gestão de capital de giro é fraca, comprovada pelas métricas de capital de giro significativamente inferiores às de seus pares, resultando em fluxo de caixa mais baixo e custos de <i>funding</i> mais altos.</li> <li>• A empresa carece de investimentos em tecnologia, o que poderia impactar suas perspectivas de crescimento da receita e/ou resultar em estrutura de custos mais alta e operações menos eficientes em relação a seus pares.</li> </ul>
--	--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

### 3. Determinando a avaliação da posição competitiva preliminar: Perfil de grupo da posição competitiva e ponderações de categoria



67. Após avaliar a vantagem competitiva; escala, escopo e diversificação; e eficiência operacional, determinamos a avaliação da posição competitiva preliminar de uma empresa atribuindo um peso específico a cada item, os quais dependerão de seu Perfil de Grupo da Posição Competitiva (CPGP, na sigla em inglês para *Competitive Position Group Profile*).

68. As classificações de CPGPs são seis: 1) Serviços e produtos; 2) Produtos com foco em escala; 3) Intensivo em capital ou em ativos; 4) Commodity com foco em custo; 5) Commodity com foco em escala; e 6) Indústria de interesse nacional e concessionárias de serviços de utilidade pública (consulte as definições e características na tabela 11).

**Tabela 11**

**Perfil de grupo da posição competitiva (CPGP)**

CPGP	Definição e características	Exemplos
Serviços e produtos	Marcas, qualidade do produto ou tecnologia, e reputação dos serviços são em geral os principais fatores de diferenciação para competir na indústria. A intensidade de capital normalmente é de baixa a moderada, embora o suporte à marca frequentemente exija reinvestimento contínuo na base de ativos.	Estas normalmente são as empresas que operam em indústrias de manufatura leve ou de serviços em contato direto com o consumidor. Os exemplos incluem fabricantes de medicamentos, empresas de software, e fabricantes de alimentos embalados.
Produtos com foco em escala	Diversificação de produtos e geográfica, bem como escala e posição de mercado, são fatores-chave de diferenciação. Tecnologia sofisticada e rigoroso controle de qualidade aumentam o risco de concentração do produto. Preferência por alguns produtos ou relacionamentos de vendas são mais importantes do que marca ou preço. A estrutura de custos tem relativamente menor importância.	O setor que mais se enquadra na categoria é o de produção de instrumentos/equipamentos médicos, especialmente no nível tecnológico mais alto. Essas empresas em sua maioria vendem por meio de intermediários, em vez de diretamente ao consumidor.
Intensivo em capital ou em ativos	Consideráveis investimentos de capital são geralmente necessários para sustentar uma posição de mercado na indústria. A identificação da marca é de importância limitada, embora as qualidades do produto e do serviço muitas vezes continuem a ser fatores de diferenciação.	Indústrias pesadas se enquadram nesta categoria. Exemplos incluem fabricantes de infraestrutura de telecomunicações e fabricantes de semicondutores.
Commodity com	Posição de custo e eficiência na	Normalmente estas são as empresas que

foco em custo	produção de ativos são mais importantes que escala, escopo e diversificação. A identificação da marca é pouco importante.	fabricam seus produtos a partir de recursos naturais, que são utilizados como matérias-primas por outras empresas. Exemplos incluem empresas de produtos florestais que extraem madeira e produzem celulose, papel para embalagem ou produtos de madeira.
Commodity com foco em escala	Empresas de commodity pura têm pouca diferenciação de produtos, e a competição tende a se basear em preço e disponibilidade. Reconhecimento da marca ou diferenças de produtos, quando presentes, são secundários ou têm pouca importância.	Exemplos vão desde produtores de commodity pura e produção e extração de óleo e gás até produtores com pouca diferenciação de produtos ou marcas, como alimentos comoditizados.
Indústria de interesse nacional e concessionárias de serviços de utilidade pública	Política ou controle governamental, regulação e políticas de tributação e de tarifas alteram significativamente a dinâmica competitiva da indústria. (parágrafos 72-73)	Um exemplo seria uma concessionária de serviços públicos de água em um mercado emergente.

69. A natureza competitiva e os principais fatores de êxito geralmente são derivados das características da indústria, mas variam por empresa. Quando a qualidade do serviço e do produto ou o valor da marca (*brand equity*) são fatores competitivos importantes, atribuiremos peso mais alto ao componente de vantagem competitiva de nossa avaliação geral. Por outro lado, se a empresa produz uma commodity, a diferenciação tem menor importância, e atribuiremos peso maior à avaliação de escala, escopo e diversificação, bem como à eficiência operacional (tabela 12).

Tabela 12

Perfil de Grupo da Posição Competitiva e ponderações da categoria

--(%)--

Componente	Serviços e produtos de marca (%)	Produto com foco em escala (%)	Intensivo em capital ou em ativos (%)	Commodity com foco em custo (%)	Commodity com foco em escala (%)	Indústria de interesse nacional e concessionárias de serviços públicos (%)
1. Vantagem competitiva	45	35	30	15	10	60
2. Escala, escopo e diversificação	30	50	30	35	55	20
3. Eficiência operacional	25	15	40	50	35	20
Total	100	100	100	100	100	100
Avaliação da média ponderada*	1.0-5.0	1.0-5.0	1.0-5.0	1.0-5.0	1.0-5.0	1.0-5.0

\*1) forte, 2) forte/adequada, 3) adequada, 4) adequada/fraca, 5) fraca

70. Classificamos cada uma das indústrias definidas (Apêndice B, tabela 27) em um dos seis CPGPs (veja acima e Apêndice B, tabela 27). Esse é apenas um ponto de partida para a análise, visto que reconhecemos que algumas indústrias são menos homogêneas do que outras, e que as estratégias específicas da empresa afetam sua base de competição.

71. De fato, o critério permite flexibilidade para selecionar o perfil de grupo de uma empresa (com suas ponderações de categoria). As razões para selecionar um perfil diferente daquele sugerido na tabela de diretriz podem incluir:

- A indústria é heterogênea, o que significa que a natureza da competição varia de um subsetor para outro e, possivelmente, mesmo dentro dos subsetores. O artigo de KCF da indústria ou a seção aplicável do “*Guidance: Corporate Methodology*” identifica essas circunstâncias.
- A estratégia de uma empresa pode afetar a importância relativa de seus principais fatores de competição.

72. Por exemplo, o CGPG-padrão para a indústria de telecomunicações é serviços e produtos. Embora esse seja o perfil de grupo adequado para empresas de telefonia e prestadores de serviços, a análise de um provedor de serviços de infraestrutura pode ser mais eficaz no escopo do perfil de grupo intensivo em capital ou em ativos. Outros exemplos: na indústria de bens de capital, uma empresa de locação de equipamentos de construção pode ser analisada como no grupo intensivo em capital ou em ativos, em função da importância de administrar eficientemente o ciclo de gastos de capital no setor, enquanto um provedor de produtos de informática e serviços de automação industrial pode ser analisado de acordo com o grupo de serviços e produtos, se acreditarmos que possa atingir diferenciação no mercado com base no desempenho do produto, inovação tecnológica e serviço.

73. Em certas indústrias, os efeitos da política do governo, regulação, controle governamental e políticas tributárias e de tarifas podem alterar significativamente as dinâmicas competitivas, dependendo do país onde uma empresa opera. Isso pode alterar nossa avaliação de vantagem competitiva; escala, escopo e diversificação; ou eficiência operacional de uma empresa. Quando as indústrias em determinados países enfrentam riscos que diferem significativamente daqueles capturados na avaliação do perfil de risco da indústria global (consulte “Metodologia: Risco da indústria”, seção B), atribuiremos maior peso à vantagem competitiva para incorporar o efeito positivo ou negativo sobre as dinâmicas competitivas. A avaliação de vantagem competitiva; escala, escopo e diversificação; e eficiência operacional refletirá as vantagens ou desvantagens com base nesses fatores de risco da indústria nacional. A tabela 13 identifica as circunstâncias pelas quais os fatores de risco da indústria nacional são positivos ou negativos.

Tabela 13 Fatores de risco da indústria nacional	
Os fatores de risco da indústria nacional são positivos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A política do governo, incluindo regulação, controle e tributação, oferece suporte contínuo e tem um bom histórico de mitigar riscos para estabilidade de margens da indústria.</li> <li>• Qualquer controle governamental, política de tarifas e tributação são positivos.</li> <li>• Há baixa percepção de risco de política negativa, mudanças regulatórias, de controle ou tributárias que poderiam ameaçar a estabilidade do negócio.</li> </ul>
Os fatores de risco da indústria nacional são negativos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A política do governo e a regulação têm um histórico fraco de estabilizar margens e reduzir os riscos da indústria.</li> <li>• Quaisquer participações acionárias do governo e políticas de tarifa e tributárias prejudicam as perspectivas de crescimento de receitas e geração de lucro.</li> <li>• Há crescente risco de políticas negativas, mudanças de controle e de tributação que poderiam prejudicar a estabilidade da indústria.</li> </ul>
©Standard & Poor's 2013.	

74. Quando os fatores de risco da indústria nacional são positivos para uma empresa, normalmente favorecem o crescimento de receita e lucro, e sustentam margens EBITDA mais altas e/ou a volatilidade de lucros abaixo da média. Frequentemente, esses benefícios representam barreiras à entrada que impedem ou até mesmo barram novos participantes de entrarem para o mercado, o que deve ser refletido na avaliação de vantagem competitiva. Esses benefícios podem incluir fatores mitigantes de risco os quais possibilitam a uma empresa enfrentar melhor as desacelerações econômicas e as ameaças competitivas e tecnológicas em seus mercados locais comparados a seus pares globais. A avaliação de escala, escopo e diversificação também pode se beneficiar dessas políticas se a empresa for capaz de enfrentar ameaças econômicas, regionais, competitivas e tecnológicas com mais resiliência do que seus pares globais. Da mesma forma, a avaliação de eficiência operacional da empresa pode melhorar se, como resultado, esta for mais bem capacitada do que seus pares globais para enfrentar desacelerações econômicas, levando em consideração sua estrutura de custos.

75. Por outro lado, quando os fatores de risco da indústria nacional são negativos para uma empresa, normalmente impedem o crescimento de receitas e lucro, reduzem as margens EBITDA e/ou aumentam a volatilidade média da rentabilidade. A empresa pode também dispor de menos proteção contra desacelerações econômicas e ameaças competitivas e tecnológicas em seus mercados locais do que seus competidores globais. Poderemos também ajustar a avaliação de escala, escopo e diversificação de uma empresa para baixo se, como resultado dessas políticas, esta for menos capacitada para enfrentar desacelerações econômicas, levando em conta sua estrutura de custos.

76. Um exemplo de quando podemos usar um fator de risco de indústria nacional seria para uma empresa de rede de telecomunicações que se beneficia de uma posição monopolista, sustentada por significativas barreiras à entrada e, como resultado, está sujeita a preços regulados para seus serviços. Assim, ao contrário de uma típica empresa de telecomunicações, nossa análise da posição competitiva da empresa se concentraria primordialmente na natureza monopolista de suas operações, bem como na natureza e confiabilidade do marco regulatório do operador para dar suporte a receitas e resultados futuros. Se observarmos que o marco regulatório oferece apoio à estabilidade dos resultados futuros do grupo e considerarmos que sua posição de monopólio possa ser sustentável, consideramos os fatores de risco de uma indústria nacional como positivo em nossa avaliação da posição competitiva do grupo.

77. A avaliação média ponderada se traduz na avaliação da posição competitiva preliminar em uma escala de '1' a '6', sendo '1' a melhor classificação. A tabela 14 descreve a matriz que usamos para traduzir a avaliação média ponderada dos três componentes na avaliação da posição competitiva preliminar.

Tabela 14

Tabela de conversão das avaliações médias ponderadas na avaliação da posição competitiva preliminar

Escala da avaliação de média ponderada	Avaliação da posição competitiva preliminar
1,00 – 1,50	1
>1,50 – 2,25	2
>2,25 – 3,00	3
>3,00 – 3,75	4
>3,75 – 4,50	5
>4,50 – 5,00	6

## 4. Avaliação da rentabilidade

78. Avaliamos a rentabilidade na mesma escala de '1' a '6' utilizada na avaliação da posição competitiva.

79. A avaliação de rentabilidade consiste em dois subcomponentes: nível de rentabilidade e volatilidade da rentabilidade, os quais avaliamos separadamente. Usamos uma matriz para combiná-los na avaliação da rentabilidade final.

### a) Nível de rentabilidade

80. O nível de rentabilidade é avaliado no contexto da indústria em que a empresa opera. Em geral, calculamos a rentabilidade utilizando o retorno sobre capital (ROC, na sigla em inglês para *return on capital*) e margem EBITDA, mas também podemos utilizar índices específicos ao setor. Vale ressaltar que, assim como outros componentes da posição competitiva, consideramos a rentabilidade no contexto da indústria em que a empresa opera, não somente em seu subsetor. (Consulte a lista de indústrias e subsetores no Apêndice B, tabela 27).

81. Avaliamos o nível de rentabilidade em uma escala de três pontos: acima da média, média e abaixo da média. Podemos estabelecer diretrizes numéricas, por exemplo, definindo que um ROC superior a 12% é considerado acima da média, a faixa entre 8%-12% como média e inferior a 8% como abaixo da média da indústria, ou ao diferenciar entre subsetores na indústria. Na ausência de uma diretriz numérica, comparamos a empresa com seus pares da indústria. Ao estabelecer a diretriz numérica para avaliar a rentabilidade de uma indústria ou subsetor, consideramos a distribuição das métricas de rentabilidade dos emissores avaliados no setor. Dependendo da forma de distribuição, escolhemos pontos de ruptura

lógicos entre rentabilidade acima da m dia, m dia e abaixo da m dia. Por exemplo, para uma distribui o que se assemelha a uma curva normal, avaliamos o quartil superior do indicador de rentabilidade aplicável como acima da m dia, os dois quartis do meio como m dia, e o quartil inferior como abaixo da m dia. Para uma curva de distribui o relativamente estável, avaliamos as três superiores como acima da m dia, a terceira mediana como m dia, e a terceira inferior como abaixo da m dia. Também podemos considerar m dias de dados históricos ou ajustar os limiares entre as três faixas para considerar fatores como varia o ao longo do ciclo do negócio e entre regiões. Por fim, podemos incorporar nossa expertise no setor para ajustar as tendências subjacentes de fusões e aquisi es (M&A, na sigla em inglês) ou outras distor es, conforme apropriado.

82. Geralmente, calculamos os índices de rentabilidade com base em uma média de cinco anos, compreendendo dois anos de dados históricos, nossas proje es para o exercício atual (incorporando os resultados até a data da análise e as estimativas para o restante do ano), e os próximos dois anos. Em alguns casos, podemos considerar os resultados históricos ou projetados mais longos ou mais curtos, dependendo de fatores como disponibilidade de dados financeiros, eventos transformacionais (como M&A), distor es cíclicas (como picos ou vales do ciclo que não consideramos totalmente representativos do nível de rentabilidade da empresa), e levamos em conta as tendências de melhora ou deteriora o nos índices de rentabilidade em nossa avaliaão.

## **b) Volatilidade da rentabilidade**

83. Baseamos a volatilidade da rentabilidade no erro-padrão da regressão (SER, na sigla em inglês para *standard error of the regression*) para o histórico de EBITDA, da margem EBITDA ou do retorno sobre capital de uma empresa. Os artigos de KCFs e o “*Guidance: Corporate Methodology*” detalham quais métricas são mais apropriadas para cada indústria ou setor. Para cada uma das métricas, dividimos o erro-padrão pela m dia daquela métrica ao longo do período de tempo a fim de proporcionar melhor compara o entre as empresas.

84. O SER   um indicador estatístico que consiste em uma estimativa do desvio sobre uma tendência linear ‘ideal’. Regredimos o EBITDA da empresa, as margens EBITDA ou o retorno sobre capital ao longo do tempo. Uma vantagem do SER em relaão ao desvio-padrão ou ao coeficiente de varia o   que ele não avalia uma linha de tendência crescente como sendo tipicamente mais volátil. Ao mesmo tempo, reconhecemos que o SER, como qualquer indicador estatístico, pode subestimar ou superestimar a volatilidade esperada e, portanto, realizaremos ajustes qualitativos quando apropriado (veja os parágrafos 86-90). Além disso, apenas calculamos o SER quando as empresas possuem ao menos sete anos de dados históricos anuais e não tenham mudado suas linhas de negócio significativamente ao longo do tempo, de modo a assegurar que os resultados sejam relevantes.

85. Assim como acontece com o nível de rentabilidade, avaliamos o SER de uma empresa no contexto de seu setor. Para a maioria das indústrias, estabelecemos uma escala de seis pontos, com ‘1’ incorporando as empresas menos voláteis, ou seja, aquelas com SERs mais baixos, e ‘6’ identificando aquelas cuja rentabilidade seja mais volátil. Estabelecemos parâmetros de SER específicos   indústria, usando os sete anos mais recentes de dados para empresas em cada setor. Acreditamos que sete anos seja um período adequado para refletir o ciclo de um negócio. (Veja os parâmetros de SER específicos às indústrias no “*Guidance: Corporate Methodology*”). Para empresas cujos segmentos de negócios englobam múltiplas indústrias, avaliamos o SER no contexto da indústria mais dominante – se essa indústria representar pelo menos 2/3 de seu EBITDA, de suas vendas ou de outras métricas relevantes. Se a empresa for um conglomerado e nenhuma indústria dominante puder ser identificada, avaliaremos a volatilidade de lucros no contexto das diretrizes de SER para todas as empresas não financeiras.

86. Em alguns casos, o SER resultante das informa es históricas pode subestimar – ou superestimar – a volatilidade futura esperada, e podemos ajustar a avaliaão para baixo ou para cima. O escopo dos possíveis ajustes depende de certas condi es, conforme descrito abaixo.

87. Podemos ajustar a avaliaão de SER para baixo (ou seja, para uma avaliaão mais alta, refletindo uma maior volatilidade) em até duas categorias se o nível esperado de volatilidade não for aparente nos dados históricos, e se a empresa também:

- Tiver uma avaliação de risco-país ponderada de '4' ou inferior, a qual possa, não obstante o desempenho passado, resultar em um ambiente de negócios menos estável futuramente.
- Operar em um subsetor da indústria possivelmente suscetível a grandes mudanças tecnológicas ou regulatórias, ou a outros potenciais riscos de ruptura que não tenham surgido no período de sete anos analisado.
- Possuir tamanho e escopo limitados, o que muitas vezes resultará em vulnerabilidade tipicamente mais alta a mudanças externas.
- Tenha buscado importantes projetos de fusões e aquisições ou de crescimento interno que ocultem a linha de tendência de seu desempenho subjacente. Por exemplo, a empresa pode ter concluído uma aquisição durante o período de baixa do ciclo, mascarando assim o que, de outra forma, seria uma queda significativa em seu desempenho.

88. A escolha de uma ou duas categorias depende do grau de probabilidade de os riscos relacionados se concretizarem e de nossa visão sobre a possível severidade desses riscos.

89. Por outro lado, podemos ajustar o SER para cima (i.e. para uma avaliação mais baixa, refletindo menor volatilidade) em até duas categorias se observarmos que as condições que historicamente levaram a uma maior volatilidade não são mais representativas. Esse será o caso quando:

- A empresa cresceu a uma taxa moderadamente mais rápida, embora inconstante, em relação à indústria. Como medimos a volatilidade em relação a uma linha de tendência linear, uma empresa crescendo a um ritmo moderado a uma taxa constante (em relação à indústria), ou a uma taxa não constante (por exemplo, em função de programas com gastos de capital "irregulares") pode receber uma avaliação relativamente desfavorável em base não ajustada, o que não refletiria adequadamente seu desempenho em um cenário estável. (Por outro lado, empresas que crescem a taxas significativamente mais altas do que a média da indústria, com frequência fazem isso com base em taxas de crescimento não sustentáveis ou por adotar estratégias de maior risco. Empresas com estratégias de crescimento de alto risco não receberiam uma avaliação de volatilidade mais alta e poderiam ser ajustadas de acordo com uma avaliação pior);
- A diversificação geográfica, por cliente e por produto aumentou como resultado de uma aquisição ou uma expansão rápida (e.g. contratos de longo prazo e de valor elevado obtidos), levando a uma maior estabilidade de lucros no futuro, em nossa opinião; ou
- O modelo de negócios da empresa está passando por uma mudança significativa, a qual esperamos beneficiar a estabilidade de sua rentabilidade, como um novo marco regulatório ou uma importante mudança tecnológica que lhe proporcione uma proteção competitiva e de margens significativa ao longo do tempo.

90. A escolha de uma ou duas categorias depende do grau de probabilidade de os riscos relacionados se concretizarem e da nossa visão sobre a possível severidade desses riscos.

91. Se a empresa não tiver pelo menos sete anos de dados anuais históricos, ou tiver alterado substancialmente suas linhas de negócio ou passado por significativas fusões e aquisições durante esse período, não calculamos seu SER para avaliar a volatilidade de sua rentabilidade. Nesses casos, usamos uma aproximação (*proxy*) para avaliar a volatilidade. Se um dos seus pares apresentar – e se esperar que continue apresentando – características muito similares de volatilidade da rentabilidade, usamos o SER desta empresa como *proxy*.

92. Se não houver outra empresa com características similares, ou caso esta não possa ser identificada com confiança suficiente, realizamos uma avaliação da volatilidade esperada com base nas seguintes regras:

- Avaliação '3' se esperarmos que a rentabilidade da empresa, amparada pela evidência histórica disponível, terá um padrão de volatilidade alinhado a, ou pouco menos volátil do que, a média da indústria;
- Avaliação '2' com base em nossa confiança, amparada pela evidência histórica disponível, de que a empresa apresentará menos volatilidade nas métricas de rentabilidade do que a média da indústria. Isso é respaldado por alguns dos fatores listados no parágrafo 89, enquanto aqueles mencionados no parágrafo 87 normalmente não se aplicariam;

- Avaliação '4' ou '5' com base em nossa expectativa de que as métricas de rentabilidade terão volatilidade mais alta (4), ou significativamente mais alta (5) do que a indústria, suportada pela evidência histórica disponível, ou em função de possíveis fatores de ajuste listados no parágrafo 87.
- As avaliações '1' ou '6' raramente são atribuídas, e podem apenas ser atingidas com base em uma combinação de evidências de dados e testes de confiança muito altos. Para uma avaliação '1', exige-se forte evidência de volatilidade mínima nas métricas de rentabilidade comparadas às da indústria, suportadas por no mínimo cinco anos de dados históricos, combinados a um grau muito alto de confiança de que isso prosseguirá no futuro, incluindo nenhum risco-país, risco de subsetor ou considerações de porte que, de outra forma, poderiam levar a um ajuste para baixo, de acordo com o parágrafo 87. Para uma avaliação '6', é exigida forte evidência de volatilidade muito alta nas métricas de rentabilidade comparadas às da indústria, suportadas por no mínimo cinco anos de dados históricos e confiança alta de que isso continuará no futuro.

93. Em seguida, combinamos a avaliação do nível de rentabilidade com a avaliação da volatilidade para determinar a avaliação da rentabilidade final, usando a matriz na tabela 15.

**Tabela 15**  
**Avaliação de rentabilidade**

-- Avaliação da volatilidade da rentabilidade --

Avaliação do nível de rentabilidade	1	2	3	4	5	6
Acima da média	1	1	2	3	4	5
Médio	1	2	3	4	5	6
Abaixo da média	2	3	4	5	6	6

#### 5. Combinando a avaliação de posição competitiva preliminar com a rentabilidade

94. O quarto e último passo para a definição da avaliação da posição competitiva é combinar a avaliação da posição competitiva preliminar com a avaliação da rentabilidade. Utilizamos a matriz de combinação da tabela 16, que mostra como a avaliação da rentabilidade pode confirmar, fortalecer ou enfraquecer (em até uma categoria) a avaliação da posição competitiva geral.

**Tabela 16**  
**Combinando a avaliação de posição competitiva preliminar com a avaliação da rentabilidade**

-- Avaliação da posição competitiva preliminar --

Avaliação da rentabilidade	1	2	3	4	5	6
1	1	2	2	3	4	5
2	1	2	3	3	4	5
3	2	2	3	4	4	5
4	2	3	3	4	5	5
5	2	3	4	4	5	6



6

2

3

4

5

5

6

95. Em geral, esperamos que empresas com avaliação de posição competitiva preliminar forte apresentem métricas de rentabilidade fortes e menos voláteis. Por outro lado, empresas com avaliação de posição competitiva preliminar relativamente fraca geralmente apresentam métricas de rentabilidade mais fracas e/ou mais voláteis. Nossa análise da rentabilidade ajuda a verificar se a administração da empresa está traduzindo quaisquer vantagens competitivas percebidas, benefícios de diversificação e medidas de gestão de custos em maior rentabilidade e em índices de retorno sobre capital e retorno sobre vendas mais estáveis do que as médias da indústria. Quando a rentabilidade difere substancialmente da avaliação de posição competitiva preliminar/âncora do que de outra forma implicaria, ajustamos a avaliação da posição competitiva de acordo.

96. Nosso método de ajuste prioriza a avaliação da posição competitiva preliminar em detrimento da avaliação da rentabilidade (por exemplo, uma avaliação da posição competitiva preliminar '6' e uma avaliação da rentabilidade '1' resultarão em uma avaliação final '5').

## E. Fluxo de caixa/Alavancagem

97. O padrão de geração de fluxo de caixa, atual e futuro, em relação às obrigações de caixa é geralmente o melhor indicador do risco financeiro de uma empresa. O critério avalia diversas métricas de crédito, em sua maioria baseadas no fluxo de caixa, que se complementam por focar em diferentes níveis da estrutura dos fluxos de caixa de uma empresa em relação às suas obrigações (ou seja, antes e depois dos investimentos em capital de giro, antes e depois de investimentos, antes e depois dos dividendos), para obter uma perspectiva completa. Além disso, o critério identifica as métricas que acreditamos ser mais relevantes para mensurar o risco de crédito de uma empresa com base em suas características individuais e em seu ciclo de negócios.

98. Para a análise de empresas com avaliação de fluxo de caixa/alavancagem intermediário ou mais forte (uma métrica da relação entre os fluxos de caixa e as obrigações de dívida da empresa, conforme os parágrafos 106 e 124), primeiramente avaliamos os fluxos de caixa que refletem sua considerável flexibilidade e discricionariedade dos gastos que as empresas possuem. Para essas entidades, o ponto de partida da análise é o fluxo de caixa antes das variações de capital de giro mais investimentos de capital em relação às obrigações de dívida da empresa de forma a avaliar sua capacidade relativa de pagamento da dívida. Esses índices de "alavancagem" ou "retorno" do fluxo de caixa são medidas da flexibilidade e capacidade da empresa de honrar suas obrigações.

99. Para entidades com avaliação de fluxo de caixa/alavancagem significativo ou mais fracas (conforme identificado nos parágrafos 105 a 124), o critério também exige uma avaliação dos fluxos de caixa em relação aos custos de carregamento e à carga de juros das dívidas da empresa. Isso nos ajudará a avaliar a capacidade relativa e absoluta de uma empresa de servir sua dívida. Esses índices de fluxo de caixa baseados em "cobertura" ou "serviço da dívida" indicam a capacidade de uma empresa de pagar suas obrigações com recursos de caixa e o colchão que a empresa possui para passar por períodos de estresse. Esses índices, particularmente o índice de cobertura de juros, tornam-se mais importantes quanto mais abaixo a empresa estiver no espectro de crédito.

## 1. Avaliando o fluxo de caixa/alavancagem

100. De acordo com este critério, avaliamos o fluxo de caixa/alavancagem como 1, mínimo; 2, modesto; 3, intermediário; 4, significativo; 5, agressivo; ou 6, altamente alavancado. Para chegar a essas avaliações, o critério combina as avaliações de vários índices de crédito, baseados predominantemente no fluxo de caixa, os quais se complementam ao se concentrarem em diferentes níveis da estrutura de fluxo de caixa em relação às obrigações da empresa. Para cada índice, existe uma avaliação indicativa de fluxo de caixa/alavancagem correspondente a um intervalo específico de valores em uma das três tabelas de *benchmark* (tabelas 17, 18 e 19). Obtemos a avaliação final do fluxo de caixa/alavancagem de uma empresa determinando os índices principais relevantes, ancorando uma avaliação preliminar do fluxo de

caixa baseada nos índices principais relevantes, seguida do cálculo do(s) índice(s) suplementar(es) aplicável(is), ajustando-se assim a avaliação do fluxo de caixa preliminar de acordo com o(s) índice(s) suplementar(es) aplicável(is) e, por fim, modificando a avaliação do fluxo de caixa/alavancagem ajustado para qualquer volatilidade significativa.

## **2. Índices principais e suplementares**

### **a) Índices principais**

101. Para cada empresa, calculamos dois índices de crédito principais – geração interna de caixa (FFO, na sigla em inglês para *funds from operations*) sobre dívida e dívida sobre EBITDA, de acordo com o critério de índices e ajustes da S&P Global Ratings (consulte “Metodologia corporativa: Índices e Ajustes”). Comparamos os índices de cada empresa com os *benchmarks* para obter uma avaliação preliminar do fluxo de caixa/alavancagem da empresa. Esses índices também são úteis para determinar a posição relativa do risco financeiro das empresas.

### **b) Índices suplementares**

102. O critério também leva em consideração um ou mais índices suplementares (além dos índices principais) para chegar a um melhor entendimento do perfil de risco financeiro de uma empresa e para ajustar nossa análise do fluxo de caixa/alavancagem. Os índices suplementares podem confirmar ou ajustar a avaliação preliminar de fluxo de caixa/alavancagem. A confirmação ou ajuste da avaliação preliminar dependerá da importância dos índices suplementares, bem como de qualquer diferença existente entre a avaliação indicativa de fluxo de caixa/alavancagem dos índices principais e dos suplementares, conforme descrito na seção E.3.b.

103. Este critério considera normalmente cinco índices suplementares-padrão, embora os critérios de KCFs específicos ou o “*Guidance: Corporate Methodology*” possam introduzir índices suplementares adicionais ou se concentrarem em um ou mais índices suplementares-padrão. Os índices suplementares-padrão incluem três índices de retorno – fluxo de caixa operacional (CFO, ou *cash flow from operations*) sobre dívida, fluxo de caixa operacional livre (FOCF, ou *free operating cash flow*) sobre dívida e fluxo de caixa discricionário (DCF, ou *discretionary cash flow*) sobre dívida – e dois índices de cobertura – FFO mais juros pagos sobre juros caixa pago e EBITDA sobre juros.

104. O critério fornece diretrizes com relação à importância relativa de certos índices caso a empresa apresente características como alavancagem elevada, capital de giro intensivo, capital intensivo ou alto crescimento.

105. Se a avaliação preliminar do fluxo de caixa/alavancagem for significativo ou inferior (veja a seção E.3), priorizaremos dois índices de serviço da dívida como índices suplementares: FFO mais juros caixa pago sobre juros caixa pago e EBITDA sobre juros. Consulte a definição dessas métricas na “Metodologia corporativa: Índices e Ajustes”.

106. Se a avaliação preliminar do fluxo de caixa/alavancagem for intermediário ou superior, o critério aplica primeiro os três índices suplementares-padrão: CFO sobre dívida, FOCF sobre dívida e DCF sobre dívida. Se o FOCF sobre dívida e o DCF sobre dívida indicarem uma avaliação de fluxo de caixa/alavancagem inferior àquela obtida da avaliação de outros índices de retorno, isso indica que a empresa apresenta investimentos ou outras distribuições não operacionais de caixa (incluindo dividendos) acima da média. Se essas diferenças persistirem e se forem consistentes com uma tendência negativa para os demais índices de uma forma geral, que em nossa opinião não seja temporário, priorizaremos esses índices de alavancagem suplementares em nossa análise.

107. Se os índices suplementares indicarem uma avaliação do fluxo de caixa/alavancagem diferente da avaliação preliminar do fluxo de caixa/alavancagem, isso pode indicar um serviço da dívida incomum ou ônus de custo fixo, capital de giro ou perfil de investimentos, ou atividade ou política financeira incomum.

Nesses casos, avaliamos a sustentabilidade ou persistência dessas diferenças. Por exemplo, se o capital de giro ou os investimentos forem extraordinariamente baixos, levando a melhores avaliações indicativas, analisaremos a sustentabilidade de tais gastos mais baixos no contexto do seu impacto sobre a posição competitiva da empresa no longo prazo. Caso haja tendência de deterioração na base de ativos da empresa, atribuiremos menor peso a esses índices suplementares. Se o capital de giro ou investimentos forem extraordinariamente elevados, resultando em avaliações indicativas mais fracas, analisaremos a persistência e necessidade de tais gastos elevados. Se esses altos gastos forem necessários para manter a posição competitiva da empresa – por exemplo, para manutenção da sua base de ativos – atribuiremos maior peso a esses índices suplementares.

108. Para empresas de capital intensivo, o EBITDA e o FFO podem superestimar a solidez financeira, enquanto o FOCF pode refletir mais precisamente o fluxo de caixa em relação às obrigações financeiras. O critério geralmente considera uma empresa de capital intensivo como aquela que apresenta investimentos contínuos sobre receitas acima de 10%, ou depreciação sobre receitas superiores a 8%. Para essas empresas, o critério atribui maior peso ao índice suplementar de FOCF sobre dívida. Nos casos em que atribuímos maior peso analítico ao FOCF sobre dívida, também procuramos estimar o montante de manutenção ou o ciclo de capital completo necessários (Apêndice C) em condições normais (estimamos as necessidades de manutenção ou de investimentos do ciclo completo porque estas não são reportadas). O FOCF pode ser ajustado acrescentando novamente a estimativa de investimentos. O FOCF ajustado sobre dívida com base nos investimentos de manutenção ou com o ciclo de investimentos completo muitas vezes ajuda a determinar a importância atribuída a esse índice. Se as avaliações resultantes do FOCF sobre dívida e do FOCF ajustado (para investimentos discricionários estimados) sobre dívida forem distintas da avaliação preliminar de fluxo de caixa/alavancagem, então esses índices suplementares de alavancagem terão maior importância em nossa análise.

109. Para empresas intensivas em capital de giro, o EBITDA e o FFO também podem superestimar a solidez financeira, e o CFO pode ser um indicador mais preciso do fluxo de caixa da empresa em relação a seu perfil de risco financeiro. De acordo com o critério, se uma empresa apresenta um índice de capital de giro sobre receitas superior a 25% ou se há variações significativas no capital de giro, geralmente consideramos que seja intensiva em capital de giro. Para essas empresas, o critério aplica maior ênfase no índice suplementar de CFO sobre dívida. Exemplos de empresas com características de capital de giro intensivo podem ser encontrados nas indústrias de bens de capital, produção e extração (*upstream* e *downstream*) de metais e minerais, ou de varejo e restaurantes. A necessidade de capital de giro nessas indústrias reduz sua flexibilidade financeira e, conseqüentemente, esses índices suplementares de alavancagem ganham maior importância na análise.

110. Para todas as empresas, quando o FOCF sobre dívida ou DCF sobre dívida é negativo ou indica avaliações de fluxo de caixa/endividamento substancialmente inferiores, o critério exige uma análise das estratégias da administração para investimentos e distribuição de caixa. Para empresas em ritmo de crescimento acelerado, geralmente o foco é no FFO sobre dívida em vez do FOCF sobre dívida, pois este pode variar significativamente dependendo do investimento em expansão da empresa. O critério geralmente considera uma empresa em crescimento acelerado aquela que reporta crescimento real da receita superior a 8% ao ano. O crescimento real da receita exclui crescimento relacionado à variação de preço ou cambial, para fins deste critério. Nos casos em que o FOCF ou o DCF são baixos, existe maior ênfase no monitoramento da sustentabilidade de margens e retorno sobre o capital e o *mix* de financiamento total para avaliar a tendência provável dos índices de dívida futuros. Além disso, a análise do serviço da dívida será importante nessas situações. Para empresas com crescimento mais moderado, o foco geralmente é o FOCF sobre dívida, a menos que o investimento de capital seja de curto prazo ou não seja financiado com dívida.

111. Para as empresas que disponham de relacionamento contínuo e sólido com bancos, podemos refletir isso na análise do fluxo de caixa/alavancagem utilizando as métricas de cobertura de juros como índices suplementares. Essas empresas geralmente apresentam vínculos históricos e sólido relacionamento contínuo com seus principais bancos, bem como participações acionárias por parte destes, além de influências e interação da administração entre os principais bancos e a empresa. Com base em suas relações com os bancos, essas empresas frequentemente possuem menores custos do serviço da dívida do que seus pares, mesmo em condições macroeconômicas mais adversas. Nesses casos, geralmente usamos índices de cobertura de juros como índices suplementares. Esse tipo de relação com bancos ocorre no Japão, por exemplo, onde as empresas que possuem o tipo de relação com bancos descrito

neste parágrafo tendem a ter alta influência socioeconômica no seu país, dados o tamanho de suas receitas, sua dívida total, número de funcionários e a importância relativa da indústria.

## **c) Horizonte de tempo e cálculo de índices**

112. Os índices de crédito de uma empresa podem variar, em geral significativamente, ao longo do tempo em razão de ciclos econômicos, competitivos, tecnológicos e de investimentos, o estágio de vida da empresa e ações corporativas ou estratégicas. Assim, avaliamos índices de crédito com base em uma série temporal com uma clara tendência prospectiva. A duração dessa série temporal depende do risco de crédito relativo da empresa e de outros fatores qualitativos e a ponderação dessa série temporal varia de acordo com eventos transformacionais. Um evento transformacional refere-se a qualquer evento que possa alterar substancialmente o perfil financeiro de uma empresa, em função de mudanças na base de capital, estrutura de capital, lucros, perfil de fluxo de caixa ou em suas políticas financeiras. Eventos transformacionais podem incluir fusões, aquisições, desinvestimentos, mudanças na administração, mudanças estruturais na indústria ou no ambiente competitivo e/ou programas de desenvolvimento de produto e de capital. Esta seção descreve os prazos e as ponderações que o critério aplica no cálculo dos índices indicativos.

113. O critério geralmente considera os índices de crédito das empresas de um a dois anos anteriores, da projeção para o ano corrente, e da projeção para os dois exercícios seguintes. Em algumas situações, os resultados históricos ou projeções mais longas – ou até mesmo mais curtas – são apropriados, dependendo de fatores como a disponibilidade de informações financeiras, eventos transformacionais ou relevância. Por exemplo, uma concessionária de serviço de utilidade pública com um programa de investimentos de longo prazo pode prestar-se a uma projeção de prazo mais longo, enquanto empresas com restrições de liquidez no curto prazo até projeções para os dois anos seguintes terão valor limitado. Alternativamente, para a maioria das empresas com foco em commodities enfatizamos as métricas de crédito com base em nossa visão prospectiva das condições de mercado, que podem diferir significativamente dos resultados históricos.

114. Padrões históricos nos índices de fluxo de caixa são informativos, particularmente para se entender a volatilidade, investimentos, crescimento, políticas contábeis e financeiras e tendências do negócio no passado. Nossa análise se inicia com uma revisão desses padrões históricos para avaliarmos a qualidade de crédito futura esperada. Padrões históricos também podem indicar uma potencial volatilidade futura nos índices, incluindo aquela resultante de sazonalidade e ciclicidade. Um histórico de volatilidade pode resultar em uma avaliação mais conservadora de geração de caixa futura se acreditarmos que o fluxo de caixa continuará volátil.

115. Os índices projetados baseiam-se em um cenário-base esperado desenvolvido pela S&P Global Ratings, incorporando condições econômicas, premissas da indústria e políticas financeiras vigentes e de curto prazo. A volatilidade cíclica prospectiva e de longo prazo associada à indústria na qual o emissor opera é abordada no critério de risco da indústria (seção B), e a influência direcional ou riscos eventuais de longo prazo de políticas financeiras são considerados em nosso critério de política financeira (seção H).

116. O critério em geral atribui maior ênfase aos anos projetados do que aos históricos na série temporal ao calcular o índice de crédito indicativo. No caso de empresas para as quais possuímos dados de índices de cinco anos, conforme descrito na seção E.3, geralmente calculamos o índice indicativo ponderando os dois anos anteriores, o ano atual e os dois anos projetados com ponderações de 10%, 15%, 25%, 25% e 25%, respectivamente.

117. As ponderações são alteradas, no entanto, para dar uma maior ênfase ao ano atual e aos projetados quando:

- O emissor atender às características descritas no parágrafo 113, e as projeções de curto ou de longo prazo forem aplicáveis. As ponderações aplicadas são geralmente prospectivas, particularmente se a empresa estiver passando por um evento transformacional e houver uma moderada ou maior certeza do fluxo de caixa.
- Houver expectativa de geração de fluxo de caixa negativo disponível para pagamento da dívida, o que em nossa opinião pode levar a uma deterioração nas métricas de crédito do emissor.

- Projeções de fluxos de caixa negativos podem resultar de atividades operacionais, bem como investimentos, recompra de ações, dividendos ou aquisições, visto que projetamos esses usos de caixa com base no histórico da empresa, nas condições do mercado ou na política financeira. As ponderações aplicadas geralmente serão de 30%, 40% e 30% para o ano atual e para os dois subsequentes, respectivamente.
- O emissor operar em uma indústria de alta volatilidade ou de elevada incerteza quanto à geração de fluxo de caixa. Indústrias prospectivamente voláteis são aquelas em que o risco competitivo e de crescimento são avaliados em alto ('5') ou muito alto ('6'), ou cuja avaliação geral de risco da indústria seja alta ('5') ou muito alta ('6'). Os pesos aplicados serão geralmente de 50% para o ano atual e 50% para o primeiro ano subsequente projetado.

118. Quando o(s) índice(s) indicativo(s) está (estão) no limite (i.e. menos de 10% de diferença do limiar em termos relativos) entre duas faixas de avaliação (conforme descrito na seção E.3 e nas tabelas 17, 18 e 19) e as projeções indicam uma mudança no índice entre duas categorias durante o período de vigência do rating, atribuiremos um peso ainda maior ao projetado para identificar a tendência prospectiva.

119. Para empresas passando por um evento transformacional, a ponderação das séries temporais pode variar significativamente.

120. Para uma empresa que passa por um evento transformacional e cuja avaliação do fluxo de caixa/alavancagem for significativa ou mais fraca, atribuímos peso maior aos fatores de risco de curto prazo. Isso porque a ênfase demasiada no longo prazo (tipicamente menos previsível) pode causar certa distorção na avaliação do nível de risco de uma empresa de grau especulativo. Geralmente analisamos as empresas utilizando a média aritmética das métricas de crédito esperadas de acordo com nossas projeções para o ano em curso (ou ano em curso *pro forma*) e para o exercício subsequente. Um exemplo comum é quando uma firma de *private equity* adquire uma empresa por meio de dívida adicional, o que torna os índices financeiros históricos irrelevantes. Nesse cenário, ponderamos ou focamos a maior parte de nossa análise nas métricas de crédito projetadas para um ou dois anos subsequentes.

## **3. Determinando a avaliação de fluxo de caixa/alavancagem**

### **a) Identificando a tabela de referência**

121. As tabelas 17, 18 e 19 apresentam faixas de referência para os vários índices de fluxo de caixa que associamos às diferentes avaliações de fluxos de caixa/alavancagem para as indústrias com volatilidade-padrão, volatilidade média e baixa volatilidade. As tabelas de índices de referência diferem conforme a avaliação do índice e da relação de fluxo de caixa/alavancagem em duas dimensões: o ponto de partida para a faixa do intervalo do índice e a extensão da faixa do intervalo do índice.

122. Se uma indústria apresenta baixa volatilidade, os limiares para os índices aplicáveis a fim de alcançar uma determinada avaliação de fluxo de caixa/alavancagem são menos rigorosos do que os das tabelas de volatilidade média ou padrão, embora a gama de índices seja mais estreita. Por outro lado, se uma indústria apresenta níveis de volatilidade médios ou padrão, o limite para os índices aplicáveis para alcançar uma determinada avaliação de fluxo de caixa/alavancagem é mais elevado, embora com uma gama mais ampla de valores.

123. A tabela de referência aplicável a uma determinada empresa baseia-se em nossa avaliação CICRA (seção A, tabela 1), como descrito nos tópicos baixo, exceto se indicado de outra forma no artigo de KCF específico do setor ou no "Guidance: Corporate Methodology".

- A tabela de baixa volatilidade (tabela 19) em geral se aplica quando a avaliação CICRA de uma empresa é '1', mas também pode se aplicar em poucos casos a uma empresa com CICRA '2' se esta apresentar ou se for esperado que apresente baixos níveis de volatilidade.

- A tabela de volatilidade média (tabela 18) se aplica em geral para empresas com avaliação CICRA '2', mas também pode se aplicar em poucos casos a uma empresa com CICRA '1' se esta apresentar ou se for esperado que apresente níveis médios de volatilidade.
- A tabela de volatilidade-padrão (tabela 17) é usada como a tabela de referência mais relevante para todas as avaliações CICRA diferentes de '1', mas sempre será utilizada para empresas com CICRA '1' ou '2' cuja posição competitiva seja avaliada em '5' ou '6'.

**Tabela 17**

**Índices de análise do fluxo de caixa/alavancagem – Volatilidade-padrão**

	-- Índices principais--		-- Índices de cobertura suplementares--		-- Índices de retorno suplementares--		
	FFO/dívida (%)	Dívida/EBITDA (x)	FFO/juros caixa (x)	EBITDA/juros (x)	CFO/dívida (%)	FOCF/dívida (%)	DCF/dívida (%)
Mínimo	60+	Inferior a 1.5	Superior a 13	Superior a 15	Superior a 50	40+	25+
Modesto	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
Intermediário	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
Significativo	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
Agressivo	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
Altamente alavancado	Inferior a 12	Superior a 5	Inferior a 2	Inferior a 2	Inferior a 10	Inferior a 5	Inferior a 2

**Tabela 18**

**Índices de análise do fluxo de caixa/alavancagem – Volatilidade média**

	-- Índices principais--		-- Índices de cobertura suplementares--		-- Índices de retorno suplementares--		
	FFO/dívida (%)	Dívida/EBITDA (x)	FFO/juros caixa (x)	EBITDA/juros (x)	CFO/dívida (%)	FOCF/dívida (%)	DCF/dívida (%)
Mínimo	50+	Inferior a 1,75	10,5+	14+	40+	30+	18+
Modesto	35-50	1,75-2,5	7,5-10,5	9-14	27,5-40	17,5-30	11-18
Intermediário	23-35	2,5-3,5	5-7,5	5-9	18,5-27,5	9,5-17,5	6,5-11
Significativo	13-23	3,5-4,5	3-5	2,75-5	10,5-18,5	5-9,5	2,5-6,5
Agressivo	9-13	4,5-5,5	1,75-3	1,75-2,75	7-10,5	0-5	(11)-2,5
Altamente	Inferior a	Superior a	Inferior a	Inferior a	Inferior a	Inferior a	Inferior a

alavancado	9	5,5	1,75	1,75	7	0	(11)
------------	---	-----	------	------	---	---	------

**Tabela 19**

**Índices de análise de fluxo de caixa/alavancagem – Volatilidade baixa**

	--Índices principais--		--Índices de cobertura suplementares--		--Índices de retorno suplementares--		
	FFO/ dívida (%)	Dívida/ EBITDA (x)	FFO/ juros caixa (x)	EBITDA/ juros (x)	CFO/ dívida (%)	FOCF/ dívida (%)	DCF/ dívida (%)
Mínimo	35+	Inferior a 2	Superior a 8	Superior a 13	Superior a 30	20+	11+
Modesto	23-35	2-3	5-8	7-13	20-30	10-20	7-11
Intermediário	13-23	3-4	3-5	4-7	12-20	4-10	3-7
Significativo	9-13	4-5	2-3	2.5-4	8-12	0-4	0-3
Agressivo	6-9	5-6	1.5-2	1.5-2.5	5-8	(10)-0	(20)-0
Altamente alavancado	Inferior a 6	Superior a 6	Inferior a 1.5	Inferior a 1.5	Inferior a 5	Inferior a (10)	Inferior a (20)

## b) Agregando as avaliações das métricas de crédito

124. Para determinar a avaliação final de fluxo de caixa/alavancagem, fazemos os seguintes cálculos:

1) Em primeiro lugar, calculamos uma série temporal dos índices de crédito padrão principais e suplementares, selecionamos a tabela de referência aplicável e determinamos a ponderação de tempo adequada dos índices de crédito.

- Calculamos os dois índices principais de crédito e os cinco índices suplementares de crédito padrão para um horizonte de tempo de cinco anos;
- Consultamos o artigo de KCF da respectiva indústria (se aplicável) ou no “*Guidance: Corporate Methodology*”, que pode identificar índices suplementares adicionais. A tabela de referência (*benchmark*) aplicável a uma determinada empresa baseia-se em nossa avaliação CICRA; e
- Calculamos a média ponderada de fluxo de caixa/alavancagem. Se a empresa estiver passando por um evento transformacional, os índices principais e suplementares serão normalmente calculados com base nas projeções da S&P Global Ratings para o exercício em curso e para os próximos um ou dois exercícios.

2) Em segundo lugar, usamos os índices principais para determinar a avaliação preliminar do fluxo de caixa.

- Comparamos os índices principais (FFO sobre dívida e dívida sobre EBITDA) com os intervalos de índices na tabela de referência aplicável; e
- Se os índices principais resultarem em avaliações diferentes de fluxo de caixa/alavancagem, selecionamos o índice principal apropriado usando como base aquele que oferece o melhor indicador futuro de alavancagem da empresa.

3) Em terceiro lugar, revisamos os índices suplementares.

- Determinamos a importância dos índices suplementares padrão ou do KCF com base nas características específicas da empresa, ou seja, alavancagem, intensidade de capital, intensidade de capital de giro, taxa de crescimento da empresa, ou indústria.

4) Em quarto lugar, calculamos a avaliação de fluxo de caixa/alavancagem ajustado.

- Se a avaliação de fluxo de caixa/alavancagem indicada pelos índices suplementares relevantes diferir da avaliação de fluxo de caixa/alavancagem preliminar, podemos ajustar esta em uma categoria na direção da avaliação de fluxo de caixa/alavancagem indicada pelo índice suplementar para obter a avaliação ajustada de fluxo de caixa/alavancagem. Realizaremos esse ajuste se, a nosso ver, o índice suplementar representar o melhor indicador futuro de alavancagem da empresa; e
- Se houver mais de um importante índice suplementar e estes resultarem em diferentes desvios em relação à avaliação preliminar de fluxo de caixa/alavancagem, selecionamos um índice suplementar relevante tendo como base aquele que, em nossa opinião, oferece o melhor indicador de alavancagem futura da empresa. Então, aplicaremos o ajuste descrito acima se o índice suplementar selecionado divergir da avaliação preliminar de fluxo/alavancagem e se o índice suplementar selecionado fornecer o melhor indicador da alavancagem futura da empresa.

5) Por fim, determinamos a avaliação final de fluxo de caixa/alavancagem com base no ajuste da volatilidade.

- Classificamos as empresas como estáveis para esse critério de fluxo de caixa caso se espere que os índices de fluxo de caixa/alavancagem piorem em até uma categoria em períodos de estresse, com base em seus perfis de risco de negócios. A avaliação final de fluxo de caixa/alavancagem dessas empresas não será modificada a partir da avaliação ajustada de fluxo de caixa/alavancagem;
- Para esse critério de fluxo de caixa, classificamos como voláteis as empresas cujos índices de fluxo de caixa/alavancagem piorem em uma ou duas categorias em períodos de estresse, com base em seus perfis de risco de negócios. Normalmente, isso equivale a uma queda de cerca de 30% no EBITDA em relação ao seu nível atual. A avaliação final de fluxo de caixa/alavancagem dessas empresas será modificada para uma categoria mais fraca em relação à avaliação ajustada de fluxo de caixa/alavancagem; o ajuste será eliminado se os índices de fluxo de caixa/alavancagem, conforme avaliados, já incluírem um nível de estresse de moderado a alto; e
- Classificamos as empresas como altamente voláteis, para fins deste critério de fluxo de caixa, quando se espera que os índices de fluxo de caixa/alavancagem piorem duas ou três categorias durante períodos de estresse, com base em seus perfis de risco de negócios. Normalmente, isso equivale a uma redução em torno de 50% no EBITDA em relação ao seu nível atual. A avaliação final de fluxo de caixa/alavancagem dessas empresas será modificada para duas categorias mais fracas do que a avaliação ajustada de fluxo de caixa/alavancagem; o ajuste será eliminado ou reduzido a uma categoria se os índices de fluxo de caixa/alavancagem, conforme avaliados, já incorporarem um nível de estresse de moderado a alto.

125. O ajuste de volatilidade é o mecanismo pelo qual consideramos uma “folga” de variação de médio prazo para a performance financeira atual que não está identificada nas projeções de nosso cenário-base de curto prazo ou na avaliação de risco de negócios de longo prazo. Realizamos esse ajuste com base nos seguintes fatores:

- A expectativa de qualquer mudança potencial nos índices de fluxo de caixa/alavancagem é prospectiva e dependente das condições atuais de negócios e econômicas;
- Os cenários de estresse incluem, mas não são limitados a, um ambiente de recessão econômica, mudanças tecnológicas ou de competição, perda ou renegociação de contratos ou clientes importantes, e tendências de preços de produtos ou matérias-primas essenciais, como normalmente definido na avaliação do perfil de risco da indústria e de posição competitiva da empresa;
- O ajuste de volatilidade não é estático, sendo específico a cada empresa. No vale de um ciclo econômico ou em períodos de estresse nas condições de negócios, já refletidos no risco geral da indústria ou no perfil de risco competitivo específico, a perspectiva de enfraquecimento dos índices é muito inferior do que no pico de um ciclo econômico ou de condições de negócios;



- A expectativa de uma potencial mudança nos índices pode ser formada a partir da observação do desempenho histórico durante um ciclo econômico, de negócios, ou de um produto pela empresa ou seus pares;
- A avaliação de qual classificação a ser usada quando estimamos o número de mudanças de categorias dependerá de quão perto os índices atuais estão do ponto de transição (i.e. a proteção (*buffer*) na categoria de classificação atual) e o montante correspondente de mudança no EBITDA em cada transição de classificação.

## **F. Diversificação/Efeito-portfolio**

126. De acordo com este critério, a diversificação/efeito-portfolio se aplica a empresas que consideramos como conglomerados, ou seja, que possuem múltiplas linhas de negócios *core* que podem ser operadas como entidades legais separadas. Para fins deste critério, um conglomerado deve possuir no mínimo três linhas de negócios, cada uma contribuindo como uma fonte substancial de receitas e fluxo de caixa.

127. O critério visa medir quanto a diversificação ou o efeito-portfolio pode melhorar a âncora de uma empresa com múltiplas linhas de negócios. Essa abordagem nos ajuda a determinar como a solidez de crédito de uma entidade corporativa com um dado *mix* de linhas de negócios pode melhorar com base em sua diversificação. O fator de posição competitiva avalia os benefícios da diversificação nas linhas de negócios individuais, bem como empresas com fraco desempenho em um conglomerado afetam o perfil de risco de negócios da organização como um todo.

128. A diversificação/efeito-portfolio pode modificar a âncora dependendo de quão relevante acreditamos que seja a diversificação, e do grau de correlação que observamos na sensibilidade aos ciclos econômicos de cada linha de negócios. Essa avaliação poderá ter impacto positivo ou neutro na âncora. Incorporamos qualquer fator potencial que enfraqueça a diversificação de uma empresa, incluindo uma administração ineficiente, em nossa avaliação de administração e governança corporativa.

129. Definimos um conglomerado como uma empresa diversificada envolvida em várias indústrias. Normalmente o menor de pelo menos três segmentos/linhas de negócios distintos contribuiria com ao menos 10% do EBITDA ou FOCF, enquanto o maior contribuiria com no máximo 50% do EBITDA ou FOCF, com o objetivo de longo prazo de aumentar o valor ao acionista por meio da geração de caixa. Conglomerados industriais normalmente detêm uma participação controladora em seus negócios *core*, detêm *holdings* claramente identificáveis, são profundamente envolvidos com a estratégia e administração de suas empresas operacionais, geralmente não reinvestem ou reorganizam suas participações mediante a compra e venda de empresas e, portanto, possuem alta exposição de longo prazo aos riscos operacionais de suas subsidiárias.

130. Ao atribuímos um rating a um conglomerado, primeiramente avaliamos o comprometimento da administração em manter um portfolio diversificado em um horizonte de longo prazo. Este critério aplica-se apenas se a empresa se enquadrar em nossa definição de conglomerado.

### **1. Avaliação da diversificação/efeito-portfolio**

131. A diversificação/efeito-portfolio de um conglomerado é avaliada como: 1, diversificação significativa; 2, diversificação moderada; ou 3, neutra. Uma avaliação de diversificação moderada ou significativa potencialmente eleva a âncora do emissor. Para obter uma avaliação de diversificação significativa, os negócios do emissor devem ser diversificados e não correlacionados, com amplitude entre as mais abrangentes de todos os conglomerados. Essa avaliação indica que esperamos que a volatilidade dos lucros do conglomerado ao longo do ciclo econômico será muito menor que a de uma empresa não diversificada. Para obter uma avaliação de diversificação moderada, um emissor normalmente possui várias empresas não correlacionadas que proporcionam benefícios significativos de diversificação, com a expectativa de que a volatilidade dos lucros ao longo do ciclo econômico seja menor que a de uma empresa não diversificada.

132. Esperamos que um conglomerado também se beneficie da diversificação se seus ativos *core* gerarem fluxos de caixa positivos consistentemente no horizonte de nossa avaliação. Isso dá sustentação à nossa

opinião de que a empresa se diversifica para se beneficiar da alocação de capital entre suas linhas de negócio. Nesse contexto, nossa análise concentra-se no histórico de um conglomerado de aplicar com sucesso seu fluxo de caixa discricionário positivo em novas linhas de negócio ou na expansão das linhas de negócio intensivas em capital. Avaliamos as empresas que não esperamos que atinjam esses benefícios como neutras.

## 2. Componentes de correlação e como a incorporamos em nossa análise

133. Avaliamos esse fator de acordo com o número de linhas de negócios em setores distintos (como descrito na tabela 27) e no grau de correlação entre estas linhas de negócios, como descrito na tabela 20. Não há elevação de rating para um emissor com um número reduzido de linhas de negócios altamente correlacionadas. Em contraste, um alto número de linhas de negócios que não estejam estreitamente correlacionadas proporciona a elevação máxima de rating.

**Tabela 20**

**Avaliação da diversificação/efeito-portfólio**

Grau de correlação das linhas de negócios	-- Número de linhas de negócios --		
	3	4	5 ou mais
Alta	Neutro	Neutro	Neutro
Média	Neutro	Diversificação moderada	Diversificação moderada
Baixa	Diversificação moderada	Diversificação significativa	Diversificação significativa

134. O grau de correlação das linhas de negócios é elevado se estas operarem no mesmo setor, conforme definido nas definições das indústrias na tabela 27 do Apêndice B. O grau de correlação das linhas de negócios é médio se as linhas de negócios operarem em diferentes setores, mas na mesma região geográfica (para mais orientações sobre a definição de regiões geográficas, consulte a tabela 26 do Apêndice A). Um emissor apresenta baixo grau de correlação em suas linhas de negócios se estas operarem a) em diferentes indústrias e b) em diferentes regiões ou múltiplas regiões.

135. Se acreditarmos que a exposição a várias indústrias de um conglomerado não forneça proteção parcial contra a volatilidade da entidade consolidada porque elas são altamente correlacionadas no ciclo econômico, avaliamos a diversificação/efeito-portfólio como neutra.

## G. Estrutura de capital

136. A S&P Global Ratings utiliza seu critério de estrutura de capital para avaliar os riscos da estrutura de capital da empresa que podem não estar refletidos em nossa análise-padrão de fluxo de caixa/alavancagem. Esses riscos podem refletir a data de vencimento de dívidas ou diferenças cambiais entre as fontes de financiamento da empresa e dos seus ativos ou fluxos de caixa. Isso pode ser combinado com riscos externos, como volatilidade nas taxas de juros ou cambial.

## 1. Avaliando a estrutura de capital

137. A estrutura de capital é uma categoria de modificador que ajusta a âncora inicial de uma empresa após qualquer modificação na diversificação/efeito-portfólio. Analisamos alguns subfatores para determinar a estrutura de capital, que pode elevar ou rebaixar a âncora inicial em um ou mais degraus – ou não ter efeito em alguns casos. Avaliamos a estrutura de capital como 1, muito positiva; 2, positiva; 3, neutra; 4, negativa; ou 5, muito negativa. Na grande maioria dos casos, acreditamos que a estrutura de capital de uma empresa será avaliada como neutra. Ao avaliar a estrutura de capital de uma empresa, analisamos os quatro subfatores a seguir:

- Risco cambial associado à dívida;
- Perfil (ou cronograma) de vencimento da dívida;
- Risco de taxa de juros associado à dívida; e
- Investimentos.

138. Qualquer um desses subfatores pode influenciar a avaliação da estrutura de capital de uma empresa, embora alguns deles possam ter peso maior do que outros com base em uma abordagem por nível:

- Subfatores de risco de nível 1: risco cambial e perfil de vencimento da dívida; e
- Subfator de risco de nível 2: risco da taxa de juros da dívida.

139. A avaliação inicial da estrutura de capital baseia-se nos três primeiros subfatores (tabela 21). Em seguida, podemos ajustar a avaliação preliminar com base na nossa avaliação do quarto subfator, investimentos.

**Tabela 21**

### Avaliação preliminar da estrutura de capital

Avaliação preliminar da estrutura de capital	Avaliação do subfator
Neutra	Nenhum subfator de nível 1 é negativo.
Negativa	Um subfator de nível 1 é negativo, e o subfator de nível 2 é neutro.
Muito negativa	Ambos os subfatores de nível 1 são negativos, ou um subfator de nível 1 é negativo e o subfator de nível 2 é negativo.

140. Os subfatores de nível 1 carregam os maiores riscos, em nossa visão, e, portanto, podem ter um impacto significativo na avaliação da estrutura de capital. Em nossa opinião, isso ocorre devido à maior probabilidade de esses fatores afetarem as métricas de crédito e potencialmente resultem em riscos de liquidez e refinanciamento. O subfator de nível 2 também é importante por si só, mas geralmente menos que os subfatores de nível 1. Em nossa visão, na maioria dos casos, o subfator de nível 2 isolado é menos provável de causar riscos de liquidez e de *default* do que aqueles de nível 1.

141. O quarto subfator, investimentos, conforme definido no parágrafo 153, quantifica o impacto dos investimentos de uma empresa em seu perfil geral de risco financeiro. Apesar de não ser diretamente relacionado às decisões da estrutura de capital de uma empresa, alguns investimentos podem proporcionar certo grau de proteção aos ativos e uma potencial flexibilidade financeira se estes forem monetizados. Portanto, o quarto subfator pode modificar a avaliação preliminar da estrutura de capital (tabela 22). Se o subfator for avaliado como neutro, a avaliação da estrutura de capital preliminar se mantém. Se o investimento for avaliado como positivo ou muito positivo, ajustamos para cima a estrutura de capital preliminar (tabela 22) para obter a avaliação final.

Tabela 22

Avaliação final da estrutura de capital

--Avaliação do subfator de investimentos--

-

Avaliação preliminar da estrutura de capital	Neutra	Positiva	Muito Positiva
Neutra	Neutra	Positiva	Muito positiva
Negativa	Negativa	Neutra	Positiva
Muito negativa	Muito negativa	Negativa	Negativa

## 2. Análise da estrutura de capital: Avaliando os subfatores

### a) Subfator 1: Risco cambial da dívida

142. O risco cambial surge quando uma empresa contrai uma dívida em moeda diferente daquela em que gera suas receitas sem cobertura de *hedge*. Essa posição não coberta por *hedge* torna a empresa potencialmente vulnerável às variações na taxa de câmbio entre as duas moedas, na ausência de circunstâncias atenuantes. Determinamos a relevância de um descasamento cambial identificando as situações em que tendências cambiais adversas possam enfraquecer o fluxo de caixa e/ou os índices de alavancagem. Não incluímos os descasamentos cambiais nos seguintes cenários:

- O país onde a empresa gera seus fluxos de caixa tem sua moeda atrelada àquela em que a empresa contraiu a dívida, ou vice-versa (ou a moeda corrente dos fluxos de caixa apresenta um longo histórico e política de governo de estabilidade com a moeda do empréstimo), como por exemplo o dólar de Hong Kong, que é atrelado ao dólar americano, e o renminbi chinês, que é administrado em uma faixa próxima ao dólar americano (e as reservas em moeda estrangeira da China são denominadas principalmente em dólares americanos). Além disso, esperamos que tal cenário continue em um futuro previsível;
- A empresa apresenta capacidade comprovada, por meio de regulamentação ou de contrato, de repassar aumentos nos custos do serviço da dívida a seus clientes; ou
- A empresa tem um *hedge* natural, como a possibilidade de vender seus produtos em moeda estrangeira, com casamento da dívida naquela mesma moeda.

143. Também reconhecemos que, mesmo que uma entidade não gere fluxo de caixa suficiente na mesma moeda para cumprir suas obrigações de dívida denominadas nessa moeda estrangeira, seus fluxos de caixa em outras moedas podem ser robustos o suficiente para cumprir com suas obrigações. Dessa forma, o montante relativo de dívida em moeda estrangeira como percentual de sua dívida total é um fator importante em nossa análise. Se a dívida em moeda estrangeira, excluindo o principal totalmente coberto por *hedge*, representa 15% ou menos da dívida total, avaliamos o risco cambial da dívida da empresa como neutra. Se a dívida em moeda estrangeira, excluindo o principal totalmente coberto por *hedge*, exceder 15% da dívida total, e o índice de dívida sobre EBITDA for superior a 3,0x, avaliamos o risco cambial por meio de análises mais profundas.

144. Se a dívida em moeda estrangeira de uma entidade representar mais de 15% da dívida total em determinada moeda, e se seu índice de dívida sobre EBITDA exceder 3,0x, identificamos se o índice de cobertura de juros em uma moeda específica indica potencial risco cambial. O índice de cobertura

consiste no fluxo de caixa operacional projetado em cada moeda dividido pelos pagamentos de juros nos próximos 12 meses para aquela mesma moeda. Normalmente é mais fácil verificar a composição geográfica do EBITDA do que do fluxo de caixa operacional. Dessa forma, em situações nas quais não dispomos de informação suficiente sobre o fluxo de caixa, podemos calcular o índice de EBITDA sobre cobertura de despesa financeira nas moedas aplicáveis. Se as informações sobre o fluxo de caixa ou EBITDA não estiverem disponíveis, estimamos as exposições relevantes com base nas informações disponíveis.

145. Nesse caso, nossa avaliação desse subfator é negativa se acreditarmos que algum índice apropriado de cobertura de juros ficará abaixo de 1,2x nos próximos 12 meses.

## **B) Subfator 2: Perfil de vencimento da dívida**

146. O perfil de vencimento da dívida de uma empresa mostra quando sua dívida precisa ser paga ou refinanciada, se possível, e ajuda a determinar o risco de refinanciamento da empresa. Cronogramas de vencimento de dívidas mais longos e uniformemente distribuídos reduzem o risco de refinanciamento, comparados a cronogramas mais curtos e concentrados, uma vez que o primeiro proporciona a uma empresa mais tempo para gerir os contratemplos relacionados aos negócios ou ao mercado financeiro.

147. Ao avaliar os perfis de vencimento de dívida, medimos o vencimento médio ponderado (WAM, na sigla em inglês para *weighted average maturity*) da dívida bancária e dos títulos de dívidas (incluindo dívida híbrida) em uma estrutura de capital, e usamos uma premissa simplificadora de que a dívida com vencimento superior a cinco anos vencerá no sexto ano.  $WAM = (\text{vencimento1}/\text{dívida total}) * \text{prazo1} + (\text{vencimento2}/\text{dívida total}) * \text{prazo2} + \dots (\text{vencimento nos anos subsequentes}/\text{dívida total}) * \text{prazo6}$ .

148. Ao avaliar o risco de refinanciamento, consideramos os riscos além daqueles incorporados nos horizontes de tempo de 12 a 24 meses considerados em nosso critério de liquidez (consulte “Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais”). Embora reconheçamos que empresas com ratings em grau de investimento podem ter melhores perspectivas de negócios e maior acesso a capital do que aquelas em grau especulativo, mantidas as demais condições, veremos uma empresa com cronograma de vencimentos mais curto como apresentando maior risco de refinanciamento comparada a uma com um cronograma de vencimentos mais longo. De todo modo, avaliamos o perfil de vencimento de dívida de uma empresa em conjunto com sua liquidez e a potencial disponibilidade de financiamento. Dessa forma, um cronograma de vencimento curto não representa um fator negativo por si só se acreditarmos que a empresa possa manter liquidez suficiente para pagar a dívida que vence no curto prazo.

149. Nossa avaliação desse subfator é negativa se a WAM for igual ou inferior a dois anos, e o montante desses vencimentos de curto prazo for relevante em relação à liquidez do emissor, de modo que nossa projeção de caso-base pressuponha que a avaliação de liquidez da empresa se tornará “menos que adequada” ou “fraca” ao longo dos próximos dois anos em razão desses vencimentos. Em alguns casos, podemos avaliar um perfil de vencimento da dívida como negativo, independentemente de a empresa ter passado ou não no teste mencionado acima. Esperamos que tais casos sejam raros, e incluiremos cenários quando acreditarmos que uma concentração de vencimentos de dívida dentro de um horizonte de tempo de cinco anos represente um risco de refinanciamento significativo, seja pelo montante dos vencimentos da empresa em relação às suas fontes de liquidez, seja pelo perfil de alavancagem, suas tendências operacionais, relações com os credores e/ou posições no mercado de crédito.

## **c) Subfator 3: Risco de taxa de juros da dívida**

150. O subfator de risco de taxa de juros da dívida analisa a combinação de dívida à taxa fixa e dívida à taxa variável de uma empresa. Geralmente, uma maior porcentagem de dívida à taxa fixa proporciona maior previsibilidade e estabilidade da despesa de juros e, conseqüentemente, dos fluxos de caixa. A exceção seriam empresas cujos fluxos de caixa operacionais são, em certo grau, correlacionados a variações nas taxas de juros – por exemplo, uma concessionária de serviços de utilidade pública regulada cujas receitas são indexadas à inflação – dada a típica correlação entre taxas de juros nominais e a inflação.

151. A combinação de dívida à taxa fixa e à taxa flutuante geralmente não é um fator de risco significativo para empresas com perfil financeiro “intermediário” ou superior, forte rentabilidade e alta cobertura de juros. Além disso, o cenário de taxa de juros em determinado momento desempenhará um papel na determinação do impacto de variações nas taxas de juros. Nossa avaliação dessa subcategoria será negativa se uma mudança para cima de 25% (por exemplo, de 2% para 2,5%) ou um aumento de 100 pontos-base (por exemplo, de 2% para 3%) na taxa básica da dívida a juros flutuantes resultar em descumprimento da cláusula contratual restritiva (*covenant*) de cobertura de juros ou nos limites de avaliação da cobertura de juros identificados no critério de fluxo de caixa/alavancagem (seção E.3).

152. Muitos contratos de empréstimos de empresas avaliadas em grau especulativo possuem cláusulas que exigem que uma parte da dívida à taxa flutuante seja protegida por *hedge* por um período de dois a três anos para mitigar esse risco. No entanto, em muitos casos o empréstimo vence após a proteção expirar, gerando um descasamento do *hedge*. Consideramos apenas empréstimos com *hedges* que correspondem ao período de duração do empréstimo como – efetivamente – dívida à taxa fixa.

## **d) Subfator 4: Investimentos**

153. Para fins deste critério, os investimentos referem-se a investimentos em afiliadas não consolidadas, outros ativos em que o valor do investimento realizável não esteja atualmente refletido nos fluxos de caixa gerados a partir desses ativos (por exemplo, propriedades imobiliárias subutilizadas), não esperamos que qualquer investimento ou suporte adicional seja fornecido à afiliada, e o investimento não é incorporado no escopo de consolidação da S&P Global Ratings, não sendo, portanto, incorporado à análise do perfil de risco de negócios e de risco financeiro da empresa. Se as empresas afiliadas forem consolidadas, os benefícios financeiros e os custos desses investimentos serão refletidos em nossa análise de fluxo de caixa e alavancagem. Da mesma forma, caso a participação acionária da empresa não se qualifique para a consolidação de acordo com as normas contábeis, podemos optar por consolidá-la em base *pro rata* se acreditarmos que as estratégias operacional e financeira sejam influenciadas pela empresa avaliada. Se os investimentos são considerados estratégicos e fornecem à empresa vantagem competitiva ou ganhos de escala, escopo e diversificação, tais fatores serão incorporados a nossos critérios de posição competitiva e não serão utilizados para avaliar o subfator de investimentos como positivo. No critério de estrutura de capital, pretendemos avaliar os investimentos financeiros não estratégicos que poderiam fornecer um grau de proteção de ativos e flexibilidade financeira, no caso de eles serem monetizados. Esses investimentos devem ser não estratégicos (*non core*) e independentes, o que significa que um potencial desinvestimento, em nossa opinião, não impacta as operações da empresa.

154. Em muitos casos, os fluxos de caixa gerados por uma afiliada, ou a porcentagem proporcional do lucro líquido gerado pela empresa coligada, podem não refletir com precisão o valor do ativo. Isso pode ocorrer se a afiliada estiver em fase acelerada de crescimento e gerando fluxo de caixa ou perdas líquidas mínimos. Isso também pode ser refletido em um ativo físico real, como ativos imobiliários. Sob o ponto de vista de avaliação (*valuation*), reconhecemos a natureza subjetiva dessa análise e do potencial de lacunas de informação. Como resultado, na ausência de uma avaliação de mercado ou avaliação de empresas comparáveis no caso de participações minoritárias em empresas privadas, não atribuiremos valor a esses ativos.

155. Avaliamos esse subfator como positivo ou muito positivo se três características principais forem atendidas. Primeiramente, um valor estimado pode ser atribuído a esses investimentos com base em um valor de mercado existente para a empresa ou para empresas comparáveis no mesmo setor. Em segundo lugar, caso existam fortes evidências de que o investimento possa ser rentabilizado ao longo de um período intermediário – no caso de um investimento de capital, nossa opinião sobre a comercialização do investimento seria reforçada pela existência de um valor de mercado da empresa ou de um valor de mercado para empresas comparáveis, bem como por nossa visão de liquidez do mercado. Em terceiro lugar, a monetização do investimento, assumindo que esses recursos possam ser utilizados para pagar a dívida, seria significativa o suficiente para alterar o fluxo de caixa e os índices de alavancagem em pelo menos uma categoria para cima, e nossa visão de que a política financeira da empresa, especificamente relacionada à disciplina financeira, suporta nossa avaliação de que os potenciais recursos seriam usados para pagar a dívida. Esse subfator é avaliado como positivo se a dívida paga com recursos da venda do investimento for capaz de melhorar os índices de fluxo de caixa e de alavancagem em uma categoria.

Avaliamos os investimentos como muito positivos se os recursos da venda do investimento tiverem o potencial de melhorar os índices de fluxo de caixa e de alavancagem em duas ou mais categorias. Se as três características não forem atendidas, esse subfator será avaliado como neutro e a avaliação preliminar da estrutura de capital não será impactada.

156. Não avaliaremos o subfator de investimentos como positivo ou muito positivo quando a âncora for 'b+' ou inferior, a menos que sejam cumpridas as três condições descritas no parágrafo 155 e:

- Para emissores com liquidez menos que adequada ou fraca, a empresa forneceu um plano de curto prazo confiável para a venda do investimento.
- Para emissores com liquidez adequada ou melhor, acreditamos que a empresa, se necessário, poderia vender o investimento em um prazo relativamente curto.

## **H. Política financeira**

157. A política financeira aprimora a visão dos riscos de uma empresa além das conclusões resultantes das premissas-padrão nas avaliações de fluxo de caixa/alavancagem (seção E). Essas premissas nem sempre refletem ou incorporam totalmente os riscos eventuais de curto a médio prazos ou os riscos de longo prazo resultantes da política financeira de uma empresa. À medida que a tendência de um desses fatores não possa ser estimada com confiança em nossa avaliação prospectiva, refletimos esse risco em nossa avaliação da política financeira. A avaliação do fluxo de caixa/alavancagem normalmente incorpora métricas operacionais e de fluxos de caixa que observamos durante os últimos dois anos e as tendências que esperamos para os próximos dois anos com base nas premissas operacionais e nos elementos de política financeira previsíveis, como pagamentos de dividendos ordinários ou gastos com aquisições recorrentes. No entanto, durante esse período e, geralmente, ao longo de um horizonte de prazo mais longo, as políticas financeiras da empresa podem mudar seu perfil de risco financeiro com base no apetite por maior risco da administração ou do seu controlador (Apêndice E, parágrafos 254 ao 257) ou, por outro lado, para reduzir a alavancagem. Definimos a política financeira como: 1) positiva, 2) neutra ou 3) negativa, ou como sendo controlada por um patrocinador financeiro. Identificamos empresas controladas por patrocinadores financeiros (FS, ou *financial sponsors*) como 'FS-4', 'FS-5', 'FS-6', ou 'FS-6 (menos)' (seção H.2).

### **1. Avaliação da política financeira**

158. Primeiramente, determinamos se uma empresa é controlada por um patrocinador financeiro. Dadas as características intrínsecas e a natureza agressiva das estratégias de patrocinadores financeiros (como período de investimentos de curto a médio prazo e uso de dívida e outros instrumentos de dívida para maximizar o retorno aos acionistas), atribuímos um perfil de risco financeiro a uma empresa controlada por um patrocinador financeiro que reflete o possível impacto em sua alavancagem baseada nessas estratégias, e não analisamos separadamente a disciplina financeira da administração ou a estrutura da política financeira.

159. Se uma empresa não é controlada por um patrocinador financeiro, avaliamos a disciplina financeira da administração e a política financeira. A disciplina financeira da administração mede a sua tolerância a riscos financeiros adicionais ou, por outro lado, sua disposição para manter o mesmo grau de risco financeiro ou reduzi-lo em relação às recentes métricas de fluxo de caixa/alavancagem e às nossas projeções para os próximos dois anos. A política financeira analisa sua abrangência, transparência e sustentabilidade. Não avaliamos esses fatores para empresas controladas por patrocinadores financeiros.

160. A avaliação da disciplina financeira pode ter influência positiva ou negativa na avaliação da política financeira em geral da entidade, ou pode não ter nenhum efeito. Por outro lado, a avaliação da estrutura da política financeira não pode influenciar positivamente a avaliação geral da política financeira. Ela pode restringir a avaliação da política financeira a no máximo neutra.

161. As avaliações separadas da estrutura da política financeira e da disciplina financeira da administração determinam o ajuste da política financeira.

162. Avaliamos a disciplina financeira da administração como: 1) positiva; 2) neutra; ou 3) negativa. Determinamos a avaliação ao analisar a previsibilidade dos planos de expansão de uma entidade e as estratégias de retorno ao acionista. Em geral, levamos em conta a tolerância da administração a mudanças negativas substanciais e inesperadas nas métricas de crédito ou seus planos para reduzir rapidamente a alavancagem e manter as métricas de crédito dentro dos limites estabelecidos.

163. Avaliamos a estrutura da política financeira de uma empresa como: 1) *supportive* (oferece suporte) ou 2) *não supportive* (não oferece suporte). Determinamos a classificação com base na análise da abrangência da política financeira da empresa e se os objetivos financeiros são claramente comunicados aos acionistas e se são bem definidos, alcançáveis e sustentáveis.

**Tabela 23**

**Avaliações da política financeira**

<b>Avaliação</b>	<b>O que significa</b>	<b>Diretriz</b>
Positiva	Indica nossa expectativa que as decisões da administração relacionadas à política financeira terão impacto positivo nos índices de crédito ao longo do tempo, além do que pode ser razoavelmente refletido em nossas projeções com base em premissas operacionais e de fluxo de caixa normalizadas. Um exemplo seria quando uma equipe confiável da administração se compromete a alienar ativos ou a aumentar o patrimônio no curto ou médio prazo com o objetivo de reduzir a alavancagem. Uma empresa com perfil de risco financeiro '1' não receberá uma avaliação positiva.	Caso a disciplina financeira seja positiva e a estrutura da política financeira seja <i>supportive</i> .
Neutra	Indica que, em nossa opinião, os índices de crédito futuros não diferirão substancialmente no horizonte de tempo que havíamos projetado com base em nossa avaliação da política financeira da administração, no histórico recente e nas projeções operacionais da empresa. Uma avaliação neutra de política financeira reflete efetivamente uma baixa probabilidade de um "risco eventual", na nossa visão.	Caso a disciplina financeira seja positiva, e o enquadramento da política financeira seja <i>não supportive</i> . Ou quando a disciplina financeira é neutra, independente da avaliação da estrutura da política financeira.
Negativa	Indica a nossa visão de um menor grau de previsibilidade dos índices de crédito além do que pode ser razoavelmente incorporado em	Se a disciplina financeira for negativa, independente da avaliação da estrutura da política financeira.



nossas projeções, como resultado da disciplina financeira da administração (ou a ausência dela). Indica alto risco eventual de que decisões de política financeira da administração podem deteriorar as métricas de crédito ao longo do tempo, comparado ao que incorporamos em nossas projeções com base em premissas de fluxo de caixa e operacionais normalizadas.

Patrocinador financeiro*	Definimos um patrocinador financeiro como uma entidade que segue uma estratégia financeira agressiva, usando dívida e instrumentos com características de dívida para maximizar os retornos aos acionistas. Normalmente, esses patrocinadores alienam ativos no curto a médio prazo. Em consequência disso, o perfil de risco financeiro que atribuímos às empresas controladas por patrocinadores financeiros reflete nossa expectativa de certa deterioração da qualidade de crédito no médio prazo. Os fundos de <i>private equity</i> estão incluídos em patrocinadores financeiros, mas não os fundos de infraestrutura e de gestão de ativos, os quais mantêm uma visão de investimentos de prazos mais longos.	Definimos empresas como controladas por patrocinadores financeiros se um patrocinador financeiro ou um grupo de três ou menos patrocinadores financeiros detêm 40% ou mais de participação na empresa ou a maioria dos direitos a voto, e quando consideramos que estes exercem o controle da empresa, separadamente ou em conjunto.
--------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

\*Avaliado como FS-4, FS-5, FS-6, ou FS-6 (menos).

## 2. Empresas controladas por patrocinadores financeiros

164. Definimos um patrocinador financeiro como uma entidade que segue uma estratégia financeira agressiva, utilizando dívidas e instrumentos com características de dívida para maximizar o retorno aos acionistas. Geralmente, esses patrocinadores vendem os ativos em um horizonte de curto a médio prazo. Patrocinadores financeiros incluem empresas de *private equity*, mas não fundos de infraestrutura e de gestão de ativos, os quais mantêm os investimentos por prazos mais longos.

165. Definimos empresas controladas por patrocinadores financeiros como empresas não financeiras na qual um ou mais patrocinadores financeiros detêm ao menos 40% de participação ou a maioria dos votos e controle por meio de ações preferenciais, e quando consideramos que os patrocinadores exercem o controle da empresa individualmente ou em conjunto. “Controle” refere-se à capacidade dos patrocinadores de definir a estratégia e alocação do fluxo de caixa de uma empresa. As metas de

estratgia dos patrocinadores devem estar alinhadas para que consideremos que h um controle conjunto.

166. Diferenciamos patrocinadores financeiros e outros tipos de acionistas controladores e empresas que no possuem acionistas controladores com base em nossa opinio de que o controle a curto prazo – como no caso de empresas de *private equity* controladas por patrocinadores financeiros – geralmente implica polticas financeiras destinadas a atingir retornos rpidos aos acionistas por meio de endividamento agressivo.

167. Patrocinadores financeiros frequentemente ditam as polticas relacionadas a assuno de risco, gesto financeira e governana corporativa nas empresas que controlam. Existe um padro comum de esses investidores extrairem caixa de forma que eleve o risco financeiro das empresas, utilizando dvida ou instrumentos com caractersticas de dvida. Da mesma forma, o perfil de risco financeiro que atribuimos a empresas controladas por patrocinadores financeiros refletem nossa expectativa de certa deteriorao na qualidade de crdito ou de alavancagem consistentemente alta no mdio prazo.

168. Avaliamos a influncia do controle de um patrocinador financeiro como ‘FS-4’, ‘FS-5’, ‘FS-6’ e ‘FS-6 (menos)’, dependendo do quo agressivo assumimos que o patrocinador ser, e atribuimos o perfil de risco financeiro em conformidade (tabela 24).

169. Em geral, emissores controlados por patrocinadores financeiros sero avaliados como ‘FS-6’ ou ‘FS-6 (menos)’, levando a um perfil de risco financeiro ‘6’, de acordo com o critrio. A avaliao ‘FS-6’ indica que, em nossa opinio, os ndices de crdito projetados no mdio prazo provavelmente estaro consistentes com um perfil de risco financeiro ‘6’, baseado em nossa avaliao da poltica financeira e no histrico do patrocinador financeiro. A avaliao ‘FS-6 (menos)’ ser provavelmente aplicada a empresas para as quais projetamos ndices de crdito de curto prazo consistentes com um perfil de risco financeiro ‘6’, mas que acreditamos possuir um patrocinador financeiro muito agressivo e que a alavancagem poder ser elevada significativamente acima dos nveis projetados.

170. Em poucos casos, uma entidade controlada por um patrocinador financeiro pode ser avaliada como ‘FS-5’. Essa anlise se aplica apenas quando projetamos que a alavancagem da empresa ser consistente com um perfil de risco financeiro ‘5’ (agressivo) (tabelas 17, 18 e 19), percebemos que o risco de realavancagem e baixo, com base nas polticas financeiras da empresa e em nossa viso do apetite por risco financeiro do patrocinador, e a liquidez seja no mnimo adequada.

171. Em casos ainda mais raros, podemos avaliar a poltica financeira de uma empresa controlada por um patrocinador financeiro como ‘FS-4’. Essa avaliao se aplica apenas quando todas as condies a seguir so atendidas: outros acionistas detm participao acionria relevante na empresa (geralmente, pelo menos 20%), acreditamos que o patrocinador dever renunciar ao controle no mdio prazo, avaliamos que a alavancagem e consistente com um perfil de risco financeiro ‘4’ (significativo) (tabelas 17, 18 e 19), a empresa informou que manter a alavancagem nos nveis atuais ou inferiores, e a liquidez seja no mnimo adequada.

<b>Tabela 24</b>		
<b>Implicaes ao perfil de risco financeiro para emissores controlados por patrocinadores financeiros</b>		
<b>Avaliao</b>	<b>O que significa</b>	<b>Diretriz</b>
FS-4	Perfil de risco financeiro determinado como ‘4’	O emissor dever atender a todas as condies a seguir: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Outros acionistas devem deter participao acionria relevante (no mnimo 20%);</li> <li>- Esperamos que o patrocinador renuncie ao controle no mdio prazo;</li> <li>- Para emissores sujeitos a tabela 17 (volatilidade-padro), o ndice de dvida sobre EBITDA e inferior a 4x e esperamos que permaneaa abaixo desse nvel. Para emissores sujeitos a tabela 18 (volatilidade mdia), dvida sobre EBITDA inferior a 4,5x e expectativa de que permaneaa abaixo desse nvel. Ainda, para emissores sujeitos a tabela 19 (volatilidade baixa), dvida sobre</li> </ul>

		<p>EBITDA inferior a 5x e expectativa de que permaneça abaixo desse nível;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- A empresa anunciou uma política financeira que estipula um nível de alavancagem consistente com um perfil de risco financeiro significativo ou melhor (i.e. dívida sobre EBITDA inferior a 4x quando se aplica as tabelas de volatilidade-padrão, 4,5x quando se aplica as tabelas de volatilidade média, ou abaixo de 5x quando se aplica as tabelas de volatilidade baixa); e</li> <li>- Avaliamos a liquidez como pelo menos adequada, com folga adequada nos <i>covenants</i>.</li> </ul>
FS-5	Perfil de risco financeiro determinado como '5'	<p>O emissor deve cumprir todas as condições a seguir:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Para emissores sujeitos à tabela de volatilidade-padrão, dívida sobre EBITDA é inferior a 5x, e estimamos que permaneça abaixo desse nível. Para emissores sujeitos à tabela de volatilidade média, dívida sobre EBITDA é inferior a 5,5x e esperamos que permaneça abaixo desse nível. Para emissores sujeitos à tabela de volatilidade baixa, dívida sobre EBITDA é inferior a 6x e esperamos que permaneça abaixo desse nível;</li> <li>- Acreditamos que o risco de realavancagem além de 5x (emissor de volatilidade-padrão), 5,5x (emissor de volatilidade média), ou 6x (emissor de volatilidade baixa) seja baixo; e</li> <li>- Avaliamos a liquidez como pelo menos adequada, com folga suficiente nos <i>covenants</i>.</li> </ul>
FS-6	Perfil de risco financeiro determinado como '6'	<p>A dívida sobre EBITDA da S&amp;P Global Ratings é superior a 5x (quando se aplica a tabela de volatilidade-padrão), superior a 5,5x (quando se aplica a tabela de volatilidade média) ou superior a 6x (quando se aplica a tabela de volatilidade baixa). No entanto, acreditamos que seja improvável que a alavancagem cresça de forma significativa além desses níveis.</p>
FS-6 (menos)	Perfil de risco financeiro determinado como '6' e âncora rebaixada em um degrau (a menos que isso resulte em um rating final abaixo de 'B-')	<p>Ao determinar a âncora, o perfil de risco financeiro é '6', mas acreditamos que o histórico do patrocinador financeiro indique que a alavancagem pode crescer substancialmente em relação aos níveis atuais já elevados.</p>
© Standard & Poor's 2013.		

### 3. Empresas não controladas por patrocinadores financeiros

172. Para empresas não controladas por um patrocinador financeiro, avaliamos a disciplina financeira da administração e a estrutura de sua política financeira para determinarmos a influência em seu perfil de risco financeiro além do que está refletido nas suas métricas de crédito recentes e nas suas projeções de fluxo de caixa e de alavancagem. Essa influência pode ser positiva, neutra ou negativa.

173. Não distinguimos entre a administração e um acionista controlador que não seja um patrocinador financeiro quando avaliamos esses subfatores, visto que o acionista controlador normalmente tem a decisão final ao determinar a política financeira da empresa.

#### a) Disciplina financeira

174. A avaliação de disciplina financeira baseia-se na tolerância à alavancagem da administração e na probabilidade de risco eventual. O critério avalia o potencial apetite da administração por incorrer em risco financeiro maior e imprevisível por tempo prolongado e o respectivo impacto nas métricas de crédito. Também avaliamos a capacidade e o compromisso da administração para reduzir rapidamente a alavancagem a níveis consistentes com as suas metas de indicadores de crédito.

175. Essa avaliação, portanto, busca determinar se ações inesperadas por parte da administração para aumentar, manter ou reduzir o risco financeiro devem ocorrer nos próximos dois a três anos, com efeito negativo, positivo ou nulo em nossas projeções-base para o período.

176. Essa avaliação baseia-se na tolerância à alavancagem da administração da empresa, conforme refletida em seus planos ou em seu histórico de aquisições, remunerações ao acionista e estratégias de crescimento orgânico (veja o Apêndice E, parágrafos 258 ao 263).

177. Avaliamos a disciplina financeira como positiva, neutra ou negativa, com base no seu potencial impacto em nossa análise prospectiva de geração de caixa/alavancagem da empresa, conforme detalhado na tabela 25. Por exemplo, uma avaliação neutra para tolerância à alavancagem reflete nossa expectativa que a política financeira da empresa provavelmente não levará a um desvio significativo das métricas de crédito atuais ou projetadas. Uma avaliação negativa incorpora um grau significativo de risco eventual de aumento da alavancagem comparado a nosso cenário-base, resultado da política de aquisições, da política de remuneração aos acionistas ou da estratégia de crescimento orgânico da empresa. Uma avaliação positiva indica que a empresa provavelmente tomará medidas para reduzir a alavancagem, mas não podemos incorporar essas ações confiantemente nas nossas avaliações prospectivas de fluxo de caixa/alavancagem.

178. Uma avaliação positiva indica que a administração está comprometida e tem capacidade para reduzir a alavancagem por meio da implementação rápida de medidas para melhorar sua qualidade de crédito, como venda de ativos, emissão de direitos, ou reduções do retorno ao acionista. Além disso, o histórico da administração nos últimos cinco anos mostra que esta tomou medidas para reduzir rapidamente o aumento inesperado do endividamento, e não houve nenhum período prolongado em que as métricas de créditos ficaram piores que a nossa expectativa para o rating. A administração, mesmo que recente, também possui um histórico de execução bem sucedida. Por outro lado, uma avaliação negativa indica que a política financeira da administração permite aumentos significativos na alavancagem comparado com os níveis atuais e com as projeções em condições normais de operação, ou não possui limites de prazo ou metas estabelecidas. A administração possui um histórico de permitir picos de alavancagem significativos e prolongados, e não há comprometimento ou histórico da administração com a adoção de fatores mitigantes para que as métricas de crédito retornem aos patamares consistentes com nossas expectativas.

179. Como evidência da tolerância da administração à alavancagem, avaliamos seu histórico e seus planos de aquisições, remuneração ao acionista e crescimento orgânico (consulte o Apêndice E, parágrafos 258 ao 263). As aquisições podem aumentar o risco de a alavancagem exceder nossas projeções se considerarmos a estratégia da empresa como oportunista ou se a política financeira (se existente) permitir espaço suficiente para aquisições financiadas com dívida. A remuneração aos acionistas também pode aumentar o risco de a alavancagem superar as expectativas de nosso cenário-base se as políticas de remuneração de acionistas da administração não forem bem definidas ou não tiverem limites claros, se a administração for tolerante a retornos aos acionistas superior ao fluxo de caixa operacional, ou apresentar um histórico de retorno aos acionistas contínuo, apesar do enfraquecimento do desempenho operacional e das métricas de crédito. Estratégias de crescimento orgânico também podem resultar em maior endividamento que o projetado em nosso cenário-base se os planos não tiverem um foco ou uma filosofia de investimentos claros, se os investimentos forem imprevisíveis, ou se houver histórico de excessos ou de mudanças inesperadas ou rápidas nos planos para novos mercados ou produtos.

180. Levamos também em consideração o histórico e o nível de comprometimento da administração com as políticas financeiras estabelecidas – se existentes. Evidência histórica e desvios de políticas estabelecidas são elementos-chave para analisar a tolerância à alavancagem de uma empresa. Quando um desvio substancial e inesperado no nível de alavancagem ocorre (por exemplo, por conta de um fraco desempenho operacional ou aquisições), também avaliamos o plano da administração para recuperar as

métricas de crédito consistentes com as expectativas prévias, por meio de medidas não orgânicas proativas e rápidas. O histórico da administração de executar seu plano de desalavancagem, seu nível de comprometimento e o escopo das medidas mitigantes serão fatores-chave na avaliação da disciplina da política financeira.

**Tabela 25**  
**Avaliação da disciplina financeira**

Avaliação	O que significa	Diretriz
Positiva	A administração provavelmente tomará medidas que resultem em alavancagem inferior à nossa estimativa de cenário-base, mas não podem ser seguramente incluídas em nossas premissas de caso-base. O risco eventual é baixo.	A administração está comprometida e tem capacidade de reduzir a alavancagem de dívida pela implementação rápida de medidas que melhoram sua qualidade de crédito, em linha com sua política financeira estabelecida, se existente. Isso se relaciona principalmente com a política moderada e cautelosa da administração com relação a aquisições e remuneração ao acionista e quanto à sua estratégia de crescimento orgânico. Essas avaliações são suportadas pela evidência histórica nos últimos cinco anos de não apresentar enfraquecimento prolongado nas métricas de crédito, ou em relação às premissas do nosso cenário-base. A administração, mesmo que recente, possui um histórico de execução bem sucedido.
Neutra	Não esperamos que a alavancagem se altere significativamente em relação a nosso cenário-base projetado. O risco eventual é moderado.	A disciplina financeira da administração em relação a aquisições, remuneração ao acionista e também estratégia de crescimento orgânico não resultam em alavancagem significativamente diferente da definida em sua estrutura de política financeira estabelecida.
Negativa	A alavancagem pode superar significativamente nossas projeções de cenário-base. O risco eventual é alto.	A estrutura da política financeira da administração não exclui explicitamente um significativo aumento na alavancagem em relação às nossas premissas de cenário-base, possivelmente refletindo um maior risco eventual em relação a fusões e aquisições e política de remuneração ao acionista, bem como à estratégia de crescimento orgânico. Esses pontos são suportados por evidência histórica nos últimos cinco anos ao permitir prolongados picos de alavancagem, que não foram mitigados por políticas de suporte de crédito da administração.

## b) Estrutura da política financeira

181. A estrutura da política financeira de uma empresa avalia a abrangência, transparência e sustentabilidade de suas políticas financeiras (consulte o Apêndice E, parágrafos 264 a 268). Isso ajudará a determinar se existe um nível satisfatório de visibilidade no perfil de risco financeiro futuro do emissor. Empresas que desenvolvem e mantêm uma série de políticas abrangentes são mais propensas a construir uma qualidade de crédito sustentável no longo prazo comparado àquelas que não o fazem.

182. Avaliamos a estrutura da política financeira como *supportive* e não *supportive* com base nas evidências listadas abaixo. Para uma empresa receber a classificação *supportive* para sua estrutura de política financeira, deve haver evidências suficientes de políticas financeiras da administração.

183. Uma empresa classificada como *supportive* geralmente apresentará as seguintes características:

- A administração possui um conjunto de políticas abrangentes cobrindo áreas-chave de risco financeiro, incluindo alavancagem de dívida e gestão de passivos. As metas financeiras são bem definidas e quantificadas.
- As políticas financeiras são claramente articuladas em fóruns públicos (como divulgações de empresas listadas e apresentações para investidores) ou são divulgadas para um número limitado de principais partes relacionadas (*stakeholders*), como os principais credores e agências de ratings. A adesão da empresa a essas políticas é satisfatória.
- As políticas elaboradas pela administração são consideradas factíveis e sustentáveis. Essa avaliação leva em consideração ainda a adesão histórica às políticas elaboradas, ao perfil de risco financeiro existente e à capacidade de sustentar a estrutura de capital por meio de medidas não orgânicas, as demandas das principais partes relacionadas e a estabilidade dos parâmetros de política financeira ao longo do tempo.

184. Uma empresa recebe a classificação não *supportive* se não atender todas as condições para uma avaliação *supportive*. Esperamos que a avaliação não *supportive* seja incomum.

## I. Liquidez

185. Nossa avaliação de liquidez concentra-se no fluxo monetário – fontes e usos de caixa – que são indicadores-chave do colchão de liquidez de uma empresa. A análise avalia o potencial de uma empresa descumprir as cláusulas contratuais (*covenants*) relacionadas a quedas no EBITDA, bem como sua habilidade para absorver eventos de baixa probabilidade, mas de alto impacto, a natureza do seu relacionamento com bancos, a sua posição nos mercados de crédito e quão prudente (ou não) acreditamos que seja sua gestão de risco financeiro (consulte “Metodologia e premissas: descritores de liquidez para emissores corporativos globais”).

## J. Administração e governança corporativa

186. A análise da administração e governança corporativa aborda como a competência estratégica da administração, sua eficácia organizacional, a gestão de riscos e as práticas de governança formam a competitividade do emissor no mercado, a solidez de sua gestão de risco financeiro e de sua governança. Um gerenciamento mais rígido de importantes riscos financeiros e estratégicos pode fortalecer a qualidade de crédito de um emissor (consulte “Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas”).

## K. Análise de ratings comparáveis

187. A análise de ratings comparáveis é nossa última etapa para determinar o SACP de uma empresa. Essa análise pode elevar ou rebaixar em um degrau a âncora de uma empresa, depois de ajustada pelos modificadores, com base na avaliação geral de suas características de crédito e de todos os subfatores considerados para se chegar ao SACP. Isso envolve uma revisão holística do perfil de risco de crédito individual de uma empresa, no qual avaliamos as características de crédito de um emissor agregadas. Uma avaliação positiva resultaria em elevação de um degrau, uma negativa levaria a um rebaixamento de um degrau e uma neutra indicaria a âncora inalterada.

188. A aplicação da análise de ratings comparáveis reflete a necessidade de “ajustar” os resultados, mesmo após a aplicação de outros modificadores. Uma avaliação positiva ou negativa, portanto, deve ser comum, e não excepcional.

189. Consideramos nossa avaliação de cada subfator como sendo pontos em um possível intervalo. Consequentemente, cada uma dessas avaliações, em última instância, gerará um SACP que pode estar na faixa mais alta ou mais baixa, ou no ponto médio desse intervalo:

- Uma empresa recebe uma avaliação positiva se acreditarmos que, no agregado, sua classificação relativa nos subfatores está na faixa mais alta do intervalo;
- Uma empresa recebe uma avaliação negativa se acreditarmos que, no agregado, sua classificação relativa nos subfatores está na faixa mais baixa do intervalo;
- Uma empresa recebe uma avaliação neutra se acreditarmos que, no agregado, sua classificação relativa nos subfatores está no ponto médio do intervalo.

190. A aplicação mais direta da análise de ratings comparáveis está nas seguintes circunstâncias:

- Avaliação do risco de negócios. Se esperarmos que uma empresa sustente uma posição mais alta ou mais baixa no intervalo da categoria do perfil de risco de negócios, podemos atribuir uma avaliação positiva ou negativa, respectivamente.
- Avaliação do risco financeiro e métricas financeiras. Se as métricas atuais ou projetadas de uma empresa estiverem imediatamente acima (ou imediatamente abaixo) do intervalo do perfil de risco financeiro, conforme indicado em sua avaliação de fluxo de caixa/alavancagem, podemos atribuir uma avaliação positiva ou negativa.

191. Também consideramos fatores adicionais ainda não incorporados, ou fatores existentes não capturados completamente, para chegarmos ao SACP. Tais fatores geralmente refletem características de crédito observadas com menos frequência, às vezes únicas, ou que podem refletir características de risco imprevisas ou incertas, positivas ou negativas.

192. Alguns exemplos que normalmente esperamos levar a uma classificação positiva ou negativa quando usamos a análise de ratings comparáveis incluem:

- Histórico operacional curto. Para empresas recém-constituídas ou aquelas que passaram por eventos transformacionais, como uma aquisição significativa, a ausência de um histórico do desempenho operacional e financeiro pode levar a uma avaliação negativa até que o histórico seja estabelecido;
- Entidades em transição. Uma empresa passando por mudanças que esperamos fortalecer ou enfraquecer sua qualidade de crédito e que não estão totalmente incorporadas em nenhuma outra parte do critério pode receber uma avaliação positiva ou negativa. Essa transição pode ocorrer após desinvestimentos de ativos ou aquisições relevantes, ou durante uma significativa reestruturação de sua estratégia, seus negócios ou estrutura financeira;
- Tendências macroeconômicas ou da indústria. Quando as tendências da indústria ou macroeconômicas indicam um fortalecimento ou enfraquecimento na condição financeira da

- empresa que não seja totalmente incorporado em outra parte do critério, a empresa pode receber avaliação positiva ou negativa, respectivamente;
- Estruturas de *funding* incomuns. Uma empresa com recursos financeiros excepcionais que o critério não captura na análise tradicional dos índices, liquidez ou estrutura de capital, pode receber uma avaliação positiva; e
  - Exposições a riscos contingentes. A eficácia de uma empresa em identificar, administrar e realizar provisões para riscos contingentes que podem surgir se garantias forem executadas, se cláusulas de descumprimento de contratos de derivativos forem acionadas, ou se importantes processos legais forem perdidos, podendo levar a uma avaliação negativa.

## Resumo do histórico de alterações deste artigo

Este critério entrou em vigor na data de sua publicação. Observe que as definições de “empresas detidas por patrocinadores financeiros” e de “patrocinadores financeiros” neste artigo foram substituídas por aquelas presentes no artigo de critério “Tratamento de financiamento com capital próprio não ordinário em empresas não financeiras”, de 29 de abril de 2014.

Este artigo havia sido republicado após nossa revisão periódica, concluída em 17 de outubro de 2014, quando acrescentamos uma seção de Perguntas Frequentes, e em 16 de dezembro de 2013, quando fizemos alguns ajustes no conteúdo (ajustes esses que não têm impacto em nossos ratings ou na data de vigência do critério).

Os setores que agora se enquadram no escopo deste critério desde sua publicação original são:

- Cooperativas agrícolas, após a publicação do artigo de Principal Fatores de Crédito “*Key Credit Factors For Agricultural Cooperatives*”, de 17 de março de 2015;
- Entidades de trading de commodities que geram menos de 70% dos resultados esperados dessa atividade, após a publicação da “Metodologia da Indústria de Trading de Commodities”, de 29 de janeiro de 2015; e
- *Master limited partnerships* e *general partnerships* de trading de *master limited partnerships* após a publicação da “*Methodology: Master Limited Partnerships And General Partnerships*”, de 22 de setembro de 2014.

## Apêndices

### A. Risco-país

Tabela 26 Países e regiões
Região
Europa Ocidental
Sul da Europa
Europa Ocidental & Sul da Europa
Leste Europeu
Europa Central
Leste Europa & Ásia Central
Oriente Médio
África



América do Norte
América Central
América Latina
Caribe
Ásia-Pacífico
Ásia Central
Ásia Oriental
Austrália NZ

<b>País</b>	<b>Região</b>
África do Sul	África
Egito	África
Nigéria	África
Marrocos	África
Tunísia	África
Senegal	África
Moçambique	África
Zâmbia	África
Indonésia	Ásia-Pacífico
Taiwan	Ásia-Pacífico
Tailândia	Ásia-Pacífico
Malásia	Ásia-Pacífico
Filipinas	Ásia-Pacífico
Vietnã	Ásia-Pacífico
Bangladesh	Ásia-Pacífico
Sri Lanka	Ásia-Pacífico
Laos	Ásia-Pacífico
Papua Nova Guiné	Ásia-Pacífico
Mongólia	Ásia-Pacífico
Austrália	Austrália NZ
Nova Zelândia	Austrália NZ
Guatemala	América Central
Costa Rica	América Central
Panamá	América Central
Índia	Ásia Central
Paquistão	Ásia Central
Cazaquistão	Ásia Central
Polónia	Europa Central
República Tcheca	Europa Central
Hungria	Europa Central
Eslováquia	Europa Central
Bulgária	Europa Central
Croácia	Europa Central
Lituânia	Europa Central

Letônia	Europa Central
Estônia	Europa Central
China	Ásia Oriental
Japão	Ásia Oriental
Coreia	Ásia Oriental
Hong Kong	Ásia Oriental
Singapura	Ásia Oriental
Grécia	Leste Europeu
Eslovênia	Leste Europeu
Chipre	Leste Europeu
Rússia	Leste Europeu & Ásia Central
Ucrânia	Leste Europeu & Ásia Central
Bielorrússia	Leste Europeu & Ásia Central
Azerbaijão	Leste Europeu & Ásia Central
Geórgia	Leste Europeu & Ásia Central
Brasil	América Latina
México	América Latina
Argentina	América Latina
Colômbia	América Latina
Venezuela	América Latina
Peru	América Latina
Chile	América Latina
Equador	América Latina
Uruguai	América Latina
El Salvador	América Latina
Paraguai	América Latina
Belize	América Latina
Turquia	Oriente Médio
Arábia Saudita	Oriente Médio
Israel	Oriente Médio
Qatar	Oriente Médio
Kuwait	Oriente Médio
Omã	Oriente Médio
Jordânia	Oriente Médio
Bahrain	Oriente Médio
Estados Unidos	América do Norte
Canadá	América do Norte
Itália	Sul da Europa
Espanha	Sul da Europa
Portugal	Sul da Europa
República Dominicana	Caribe
Jamaica	Caribe
Barbados	Caribe

Alemanha	Europa Ocidental
Reino Unido	Europa Ocidental
França	Europa Ocidental
Países Baixos	Europa Ocidental
Bélgica	Europa Ocidental
Suécia	Europa Ocidental
Suíça	Europa Ocidental
Áustria	Europa Ocidental
Noruega	Europa Ocidental
Dinamarca	Europa Ocidental
Finlândia	Europa Ocidental
Irlanda	Europa Ocidental
Luxemburgo	Europa Ocidental
Islândia	Europa Ocidental
Malta	Europa Ocidental

## B. Posição competitiva

**Tabela 27**  
**Lista das indústrias, subsetores e perfil de grupo da posição competitiva-padrão**

Indústria	Subsetores	Perfil de grupo da posição competitiva
Transporte - cíclico	Empresas aéreas	Intensivo em capital ou em ativos
	Naval	Intensivo em capital ou em ativos
	Transporte rodoviário de cargas	Intensivo em capital ou em ativos
Fabricantes de equipamentos automotivos	Fabricantes de automóveis e caminhões	Intensivo em capital ou em ativos
Siderurgia e Mineração - produção	Alumínio	Commodity com foco em custo
	Aço	Commodity com foco em custo
Siderurgia e Mineração - extração	Carvão e combustíveis consumíveis	Commodity com foco em custo
	Siderurgia e mineração - diversificados	Commodity com foco em custo

**Critérios | Corporações | Geral: Metodologia de Ratings Corporativos**

	Ouro	Commodity com foco em custo
	Metais preciosos e mineração	Commodity com foco em custo
Construtoras e Incorporadoras	Construção residencial	Intensivo em capital ou em ativos
Refino e comercialização de óleo e gás	Refino e comercialização de óleo e gás	Commodity com foco em escala
Papéis e produtos florestais	Produtos florestais	Commodity com foco em custo
	Papéis	Commodity com foco em custo
Materiais de construção	Materiais de construção	Intensivo em capital ou em ativos
Exploração e produção integrada de óleo e gás	Óleo e gás integrados	Commodity com foco em escala
	Exploração e produção de óleo e gás	Commodity com foco em escala
Agronegócio e alimentos comoditizados	Produtos agrícolas	Commodity com foco em escala
Fundos de Investimento Imobiliário (REITs)	REITs diversificados	Específico do setor imobiliário*
	REITs de serviços de saúde	Específico do setor imobiliário*
	REITs industriais	Específico do setor imobiliário*
	REITs comerciais	Específico do setor imobiliário*
	REITs residenciais	Específico do setor imobiliário*
	REITs de varejo	Específico do setor imobiliário*

**Critérios | Corporações | Geral: Metodologia de Ratings Corporativos**

	REITs especializados	Não aplicável**
	REITs de armazenagem própria	Específico do setor imobiliário*
	REITs de leasing	Específico do setor imobiliário*
	Empresas imobiliárias operacionais	Específico do setor imobiliário*
Lazer e esportes	Cassinos e jogos	Serviços e Produtos
	Hotéis, resorts, e linhas de cruzeiro	Serviços e Produtos
	Instalações para lazer	Serviços e Produtos
Produtos químicos - commodities	Produtos químicos - commodities	Commodity com foco em custo
	Produtos químicos diversificados	Commodity com foco em custo
	Fertilizantes e produtos químicos agrícolas	Commodity com foco em custo
Fornecedores de autopeças	Autopeças e equipamentos	Intensivo em capital ou em ativos
	Pneus e borracha	Intensivo em capital ou em ativos
	Fornecedores de produtos relacionados a veículos	Intensivo em capital ou em ativos
Aeroespacial e defesa	Aeroespacial e defesa	Serviços e Produtos
Tecnologia - hardware e semicondutores	Equipamentos de comunicação	Intensivo em capital ou em ativos
	Hardware	Intensivo em capital ou em ativos
	Armazenamento e periféricos de computador	Intensivo em capital ou em ativos

**Critérios | Corporações | Geral: Metodologia de Ratings Corporativos**

	Produtos eletrônicos de consumo	Intensivo em capital ou em ativos
	Equipamentos e instrumentos eletrônicos	Intensivo em capital ou em ativos
	Componentes eletrônicos	Intensivo em capital ou em ativos
	Serviços de fabricação de eletrônicos	Intensivo em capital ou em ativos
	Distribuidores de tecnologia	Intensivo em capital ou em ativos
	Eletrônicos para escritório	Intensivo em capital ou em ativos
	Equipamentos para fabricantes de semicondutores	Intensivo em capital ou em ativos
	Semicondutores	Intensivo em capital ou em ativos
Especialidades químicas	Gases industriais	Intensivo em capital ou em ativos
	Especialidades químicas	Intensivo em capital ou em ativos
Bens de capital	Componentes e aparelhos elétricos	Intensivo em capital ou em ativos
	Equipamentos e maquinários pesados	Intensivo em capital ou em ativos
	Componentes e consumíveis industriais	Intensivo em capital ou em ativos
	Aluguel de equipamentos de construção	Intensivo em capital ou em ativos
	Distribuidores industriais	Serviços e Produtos
Engenharia e construção	Engenharia e construção	Serviços e Produtos
Transporte ferroviário de cargas/ encomendas expressas	Transporte ferroviário	Intensivo em capital ou em ativos

**Crêterios | Corpora es | Geral: Metodologia de Ratings Corporativos**

	Encomendas expressas	Serviços e Produtos
	Logística	Serviços e Produtos
Serviços empresariais e ao consumidor	Serviços ao consumidor	Serviços e Produtos
	Distribuidores	Serviços e Produtos
	Serviços para instala�es	Serviços e Produtos
	Serviços de suporte geral	Serviços e Produtos
	Serviços profissionais	Serviços e Produtos
Transporte e armazenamento de energia ( <i>Midstream</i> )	Armazenamento e transporte de óleo e gás	Commodity com foco em escala
Tecnologia - software e serviços	Software e serviços de internet	Serviços e Produtos
	Consultoria e outros serviços de TI	Serviços e Produtos
	Processamento de dados e serviços terceirizados	Serviços e Produtos
	Software de aplicativos	Serviços e Produtos
	Software de sistemas	Serviços e Produtos
	Software para consumidores	Serviços e Produtos
Bens de consumo duráveis	Mobiliário residencial	Serviços e Produtos
	Eletrodomésticos	Serviços e Produtos

	Utilidades Domésticas e Especialidades	Serviços e Produtos
	Produtos para lazer	Serviços e Produtos
	Produtos para fotografia	Serviços e Produtos
	Pequenos aparelhos	Serviços e Produtos
Recipientes e embalagens	Recipientes de metal e vidro	Intensivo em capital ou em ativos
	Embalagens de papel	Intensivo em capital ou em ativos
M�dia e entretenimento	Agências publicitárias e empresas de serviços de marketing	Serviços e Produtos
	Plataformas de conteúdo de internet patrocinadas por propaganda	Serviços e Produtos
	Redes de transmissão de TV	Serviços e Produtos
	Redes de TV a cabo	Serviços e Produtos
	Jornais/Revistas	Serviços e Produtos
	Publica�o de dados	Serviços e Produtos
	E-commerce (serviços)	Serviços e Produtos
	Publica�o educacional	Serviços e Produtos
	Produ�o de programa�o de cinema e televisão	Intensivo em capital ou em ativos
	M�dia e entretenimento - diversos	Serviços e Produtos



**Critérios | Corporações | Geral: Metodologia de Ratings Corporativos**

	Projeção de filmes	Serviços e Produtos
	Publicação e gravação musical	Serviços e Produtos
	Publicidade em outdoors	Serviços e Produtos
	Impressão	Commodity com foco em escala
	Transmissoras de rádio	Serviços e Produtos
	Estações de TV	Serviços e Produtos
Equipamentos e serviços de perfuração de óleo e gás	Contrato de perfuração <i>onshore</i>	Commodity com foco em escala
	Contrato de perfuração <i>offshore</i>	Intensivo em capital ou em ativos
	Equipamentos e serviços de óleo e gás (serviços em campos petrolíferos)	Commodity com foco em escala
Varejo e Restaurantes	Varejo por catálogo	Serviços e Produtos
	Varejo pela Internet	Serviços e Produtos
	Lojas de departamento	Serviços e Produtos
	Lojas de mercadorias gerais	Serviços e Produtos
	Varejo de vestuário	Serviços e Produtos
	Varejo de computador e eletrônicos	Serviços e Produtos
	Varejo de material de construção	Serviços e Produtos

**Crítérios | Corporações | Geral: Metodologia de Ratings Corporativos**

	Lojas especializadas	Serviços e Produtos
	Varejo automotivo	Serviços e Produtos
	Varejo de mobiliário residencial	Serviços e Produtos
Serviços de saúde	Serviços de saúde	Commodity com foco em escala
Infraestrutura de transporte	Serviços aeroportuários	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
	Rodovias	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
	Ferrovias	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
	Portos e serviços navais	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
Serviços Ambientais	Serviços ambientais e de instalações	Serviços e Produtos
Concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas	Concessionárias de energia	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
	Concessionárias de gás	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
	Concessionárias de diversos serviços públicos	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
	Concessionárias de abastecimento de água	Indústria de Interesse Nacional e Concessionárias de Serviços de Utilidade Pública
Energia e gás - não regulados	Produtores independentes e comercializadores de energia	Intensivo em capital ou em ativos
	Comercializador de energia ( <i>Merchant power</i> )	Intensivo em capital ou em ativos
Farmacêutica	Produtos farmacêuticos de marca	Serviços e Produtos

**Critérios | Corporações | Geral: Metodologia de Ratings Corporativos**

	Produtos farmacêuticos genéricos	Commodity com foco em escala
Equipamentos de saúde	Equipamento de saúde de alta tecnologia	Produtos com foco em escala
	Equipamento de saúde de baixa tecnologia	Commodity com foco em escala
Bens de marca não duráveis	Fabricantes de cerveja	Serviços e Produtos
	Destiladores e produtores de vinho	Serviços e Produtos
	Refrigerantes	Serviços e Produtos
	Alimentos embalados e carnes	Serviços e Produtos
	Tabaco	Serviços e Produtos
	Produtos de uso doméstico	Serviços e Produtos
	Vestuário, calçados, acessórios e artigos de luxo	Serviços e Produtos
	Produtos pessoais	Serviços e Produtos
Telecom e cabo	TV a cabo e satélite	Serviços e Produtos
	Operadoras alternativas	Serviços e Produtos
	Serviços integrados de telecomunicação	Serviços e Produtos
	Torres de transmissão sem fio	Intensivo em capital ou em ativos
	Operadoras de <i>data center</i>	Intensivo em capital ou em ativos
	Operadoras de fibra ótica	Intensivo em capital ou em ativos

	Serviços de telecomunicação sem fio	Serviços e Produtos
<p>*Consulte “Principais fatores de crédito para a indústria imobiliária”, publicado em 19 de novembro de 2013.</p> <p>** Para REITs especializadas, não há um CPGP-padrão, dado que este varia com base na exposição a uma indústria específica (e.g. REITs de papéis e produtos florestais).</p>		

## 1. Análise dos subfatores para vantagem competitiva

193. A vantagem competitiva é o primeiro componente de nossa análise da posição competitiva. Empresas que possuem uma vantagem competitiva sustentável são capazes de aproveitar os principais fatores da indústria ou mitigar riscos associados de maneira mais eficaz. Quando uma empresa opera em mais de um negócio, analisamos cada segmento separadamente para obter uma visão geral de sua vantagem competitiva. Nossa análise da vantagem competitiva considera os seguintes subfatores:

- Estratégia;
- Diferenciação/exclusividade, posicionamento/pacote de produtos;
- Reputação da marca e marketing;
- Qualidade do produto/serviço;
- Barreiras à entrada, custos de mudanças/substituição;
- Vantagem e capacidade tecnológica, mudança tecnológica; e
- Perfil de ativos.

### a) Estratégia

194. A estratégia de negócios de uma empresa melhorará ou prejudicará sua consolidação de mercado e estabilidade de negócios. Estratégias de negócios convincentes podem criar uma vantagem competitiva duradoura e, dessa forma, uma posição competitiva relativamente mais forte. Formamos uma opinião com relação à fonte e sustentabilidade (se existente) da vantagem competitiva da empresa em relação à de seus pares. A empresa pode ter uma vantagem de diferenciação (i.e. marca, tecnologia, regulatória) ou uma vantagem de custo (i.e. produtora ou prestadora de serviços de custo mais baixo no mesmo nível de qualidade), ou uma combinação de ambos.

195. Nossa avaliação da estratégia de uma empresa deriva de seu desempenho histórico e de nossa visão de quão realista são seus objetivos de negócios prospectivos. Estes podem incluir metas de participação de mercado, percentual de receitas derivado de novos produtos, preços em relação aos da concorrência, crescimento de vendas ou lucros e níveis de investimentos necessários. Avaliamos esses objetivos no contexto das dinâmicas da indústria e da atratividade dos mercados em que a empresa participa.

### b) Diferenciação/exclusividade, posicionamento/pacote de produtos

196. Os atributos de diferenciação de produtos ou serviços variam por setor e podem incluir aspectos do produto ou serviço, desempenho, durabilidade, confiabilidade, entrega e abrangência, entre outras medidas. A intensidade da competição pode ser menor quando os compradores percebem que os produtos ou serviços são altamente diferenciados ou têm poucos substitutos. Por outro lado, produtos e serviços que carecem de diferenciação, ou oferecem pouco valor agregado aos olhos dos clientes, são geralmente produtos do tipo commodity, competindo principalmente em termos de preços. A intensidade da competição frequentemente será mais alta quando investimentos limitados ou moderados (de P&D – pesquisa e desenvolvimento, investimentos de capital ou publicitários) ou níveis baixos de capacitação dos empregados (para o segmento de serviços) são necessários para competir. Pesquisas de mercado

independentes, comentários da imprensa, tendências de participação de mercado e evidência de liderança ou defasagem quando se trata de aumento ou redução de preços podem indicar graus variados de diferenciação de produtos.

197. O posicionamento do produto influencia como as empresas serão capazes de aumentar sua participação de mercado ou protegê-las ao oferecer produtos ou serviços populares. A capacidade de uma empresa de substituir produtos velhos por novos ou de lançar extensões de produtos são elementos importantes de posicionamento do produto. Além disso, a capacidade de vender múltiplos produtos ou serviços para o mesmo cliente, conhecido como pacote de serviços ou vendas cruzadas (por exemplo, oferecer um contrato de serviços pós-venda juntamente com a venda de um novo aparelho) pode criar uma vantagem competitiva ao elevar os custos de mudança/substituição para os clientes e incentivar a fidelidade.

## **c) Reputação da marca e marketing**

198. O valor da marca mede o prêmio sobre o preço que uma empresa recebe com base em sua marca em relação ao equivalente genérico. Valores de marca elevados normalmente se traduzem em fidelidade dos clientes, construídos parcialmente via campanhas de marketing. Uma medida da eficácia publicitária pode ser o crescimento das receitas quando comparado ao aumento dos gastos com propaganda.

199. Também analisamos as estratégias de reinvestimento e propaganda para antecipar um potencial fortalecimento ou enfraquecimento da marca de uma empresa. O histórico de uma empresa de aumentar a participação de mercado e registrar margens atraentes poderia indicar sua capacidade para construir e manter a reputação de sua marca.

## **d) Nível de qualidade do produto/serviço**

200. A solidez e a consistência de uma proposição de valor constituem importantes fatores que contribuem para uma vantagem competitiva sustentável. A proposição de valor abrange os aspectos-chave de um produto ou serviço que convence clientes de que sua compra tem o equilíbrio certo entre preço e qualidade. Os clientes geralmente percebem que um produto ou serviço é bom se suas expectativas forem atendidas consistentemente. Qualidade, tanto real quanto percebida, pode ajudar uma empresa a atrair e reter clientes. Por outro lado, a fraca qualidade de produtos e serviços pode levar a *recalls* de produtos, advertências de produto acima do normal ou interrupções dos serviços, o que pode reduzir a demanda. Indicadores de satisfação e retenção de clientes, como taxas de desgaste e taxas de renovação de contratos, podem ajudar a monitorar as tendências na qualidade de produtos/serviços.

201. Manter a proposição de valor requer consistência e adaptabilidade em torno do design do produto, marketing e controles operacionais relacionados à qualidade. Isso é pertinente quando a diferenciação de produto importa, como é o caso da maioria das indústrias não commodities e especialmente quando a saúde ambiental ou humana (do âmbito das indústrias químicas, alimentícias e farmacêuticas) acrescenta responsabilidade à qualidade e proposição de valor. Similarmente, as concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas (que em geral não estabelecem seus próprios preços) normalmente concentram-se em prestar serviços sem interrupções, com frequência para atenderem aos padrões estabelecidos por seus reguladores.

## **e) Barreiras à entrada, custos de mudança/substituição**

202. As barreiras à entrada podem reduzir ou eliminar a ameaça de novos participantes no mercado. Quando efetivas, essas barreiras podem levar a receitas e lucros mais previsíveis, ao limitar as pressões nos preços e as perdas de clientes, diminuindo os custos de marketing e melhorando a eficiência operacional. Embora as barreiras à entrada possam possibilitar prêmios sobre os preços, um participante dominante pode racionalmente optar por restringir preços para desestimular ainda mais novos entrantes.

203. Barreiras à entrada podem ser um ou mais do seguinte: um monopólio natural ou regulatório; uma regulação que oferece suporte; altos custos de transporte; uma base de clientes estabelecida que incorreria em altos custos de mudança/substituição; um produto ou serviço proprietário; intensidade de capital ou tecnológica.

204. Um monopólio natural pode resultar de exigências excepcionalmente altas para investimentos operacionais e de capital que os tornam pouco rentáveis para um mercado suportar mais do que um fornecedor único e dominante. A barreira principal à entrada é encontrada entre as concessionárias de serviços de utilidade pública reguladas, as quais oferecem um serviço essencial em suas áreas de monopólio e recebem uma taxa garantida de retorno sobre seus investimentos. Um regime regulatório que fornece suporte pode incluir regras e regulações com elevados obstáculos que desestimulam competidores, ou exigem muitas obrigações para um novo participante de modo a tornar sua entrada no mercado financeiramente inviável.

205. Em alguns setores corporativos, o acesso proprietário ao fornecimento limitado das principais matérias-primas ou a trabalho especializado, ou leis de zoneamento que impeçam efetivamente um novo participante, pode oferecer uma forte barreira à entrada. Fatores como relacionamentos, contratos de longo prazo ou acordos de manutenção, ou acordos de distribuição exclusiva podem resultar em alto grau de fidelização de clientes. Um produto ou serviço proprietário protegido por direitos autorais ou patente pode colocar um obstáculo significativo para novos competidores.

## **f) Vantagem e capacidades tecnológicas, mudança tecnológica**

206. Uma empresa pode se beneficiar de uma tecnologia proprietária que lhe possibilite oferecer um produto superior ou um produto do tipo commodity a um custo substancialmente mais baixo. A capacidade comprovada de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) pode resultar em um produto ou serviço diferenciado, superior, como nos setores farmacêuticos e de tecnologia de ponta. No entanto, estratégias de P&D ótimas ou a importância ou eficácia da proteção de patentes diferem por indústria, estágio do desenvolvimento de produto e ciclo de vida do produto.

207. Mudanças tecnológicas podem ser uma ameaça em muitas indústrias; novas tecnologias ou extensões daquelas atuais podem efetivamente substituir parte significativa dos produtos ou serviços de uma empresa.

## **g) Perfil de ativos**

208. O perfil de ativos de uma empresa é um reflexo de seu reinvestimento, o que cria ativos tangíveis ou intangíveis, ou ambos. Empresas de setores e indústrias similares normalmente possuem opções de reinvestimento similares e, dessa forma, seus perfis de ativos tendem a ser comparáveis. O reinvestimento em indústrias “pesadas”, como óleo e gás, siderurgia e mineração e automotivo, tende a produzir ativos mais tangíveis, enquanto o reinvestimento em certas indústrias “leves”, como serviços, mídia e entretenimento e varejo, tende a produzir ativos mais intangíveis.

209. Avaliamos como o perfil de ativos de uma empresa dá suporte a ou prejudica sua vantagem competitiva revisando sua capacidade de produção ou de criação de serviços e exigências de investimento, suas capacidades de distribuição e seu histórico e compromisso de reinvestir em sua base de ativos. Isso pode incluir uma revisão da capacidade da empresa para atrair e reter uma força de trabalho talentosa; seu grau de integração vertical e como isso pode ajudar ou impedir sua capacidade de assegurar fontes de abastecimento, controlar a parte de valor agregado de sua cadeia de produção, ou se ajustar a desenvolvimentos tecnológicos; ou sua capacidade de desenvolver uma ampla e forte rede de distribuição.

## 2. Análise de subfatores para escala, escopo e diversificação

210. Nossa análise da solidez relativa desse componente considera quatro subfatores:

- Diversificação da gama de produtos ou serviços;
- Diversificação geográfica;
- Volume, dimensão de mercados e receitas, e participação de mercado; e
- Maturidade de produtos ou serviços.

211. Em uma determinada indústria, as entidades com um *mix* de atividades de negócios mais amplo são normalmente de menor risco, enquanto aquelas com um *mix* mais limitado são de maior risco. A alta concentração de volumes de negócios por produto, cliente ou região geográfica, ou uma concentração de produtos ou da base de fornecedores, pode levar à menor estabilidade e imprevisibilidade de receitas e lucros. Uma diversificação comparativamente mais ampla ajuda uma empresa a enfrentar ameaças econômicas, competitivas ou tecnológicas com maior resiliência do que seus pares.

212. Não há critério de porte mínimo, embora o porte frequentemente proporcione certa diversificação. O porte e escopo das operações são importantes em relação àqueles dos pares da indústria, não em termos absolutos. Embora empresas de porte relativamente menor possam usufruir de alto grau de diversificação, provavelmente serão, quase que por definição, mais concentradas em termos de produtos, número de clientes ou região geográfica, comparado a seus pares de maior porte na mesma indústria.

213. A diversificação bem sucedida e contínua suporta uma posição competitiva mais forte. Por outro lado, uma fraca diversificação enfraquece a posição competitiva em geral. Por exemplo, uma empresa enfraquecerá sua posição de negócios em geral se lançar novas linhas de produtos e países nos quais sua experiência seja limitada e careça de massa crítica para ser uma verdadeira concorrente em relação aos líderes que operam no mercado. O ponto fraco é maior quando os novos produtos ou mercados são de maior risco do que os negócios *core* tradicionais.

214. Quando aplicável, também incluiremos em escala, escopo e diversificação uma avaliação dos potenciais benefícios derivados de investimentos não consolidados (ou parcialmente consolidados) em ativos estratégicos. A importância relativa desses investimentos e se estão em uma indústria que exibe alta ou baixa correlação com os negócios do emissor seria considerada na determinação dos seus potenciais benefícios para escala, escopo e diversificação. Isso exclui investimentos financeiros não estratégicos, os quais não são analisados no âmbito do critério de posição competitiva, mas sim no de estrutura de capital.

### a) Diversificação da gama de produtos ou serviços

215. A concentração de volumes de negócios ou receitas em um conjunto específico ou comparativamente pequeno de produtos ou serviços pode levar à estabilidade de receitas e lucros. Ainda que essa concentração esteja em um produto ou serviço atraente, pode representar um ponto fraco. Da mesma forma, a concentração de volumes de negócios em um cliente específico ou em um pequeno grupo de clientes, ou a dependência de um ou de poucos fornecedores, pode expor a empresa a um risco potencialmente maior de perder e ter de substituir receitas e lucros relacionados. Por outro lado, uma diversificação bem sucedida de produtos, clientes e/ou fornecedores pode levar à estabilidade e previsibilidade de receitas e lucros, o que suporta uma avaliação mais forte de escala, escopo e diversificação.

216. A contribuição relativa de diferentes produtos ou serviços para as receitas ou lucros de uma empresa nos ajuda a medir sua diversidade. Também avaliamos a correlação de demanda entre linhas de produtos ou serviços. Uma alta correlação de demanda entre linhas de produtos ou serviços aparentemente diferentes acentuará a queda nos volumes em um período fraco do ciclo de negócios.

217. Na maioria dos setores, a porcentagem de receitas que uma empresa recebe dos seus cinco ou dez maiores clientes ou contrapartes revela quão diversificada é a sua base de clientes. No entanto, outras consideraões como estabilidade e qualidade de crédito dessa base de clientes, e a capacidade da empresa de reter importantes clientes, podem mitigar ou acentuar nossa avaliaão em geral. Da mesma forma, a dependência de fornecedor pode frequentemente ser medida com base na participaão do fornecedor nos custos de capital ou operacionais de uma empresa. No entanto, outros fatores, como o grau de interdependência entre a empresa e seu(s) fornecedor(es), a capacidade de substituio das principais fontes de suprimentos e a capacidade presumida da empresa de garantir abastecimento alternativo sem incorrer em custos de mudana/substituio substanciais são consideraões importantes. Baixos custos de mudana/substituio (i.e. impacto limitado nos preos de insumos, qualidade ou prazos de entrega como resultado de ter de se adaptar a um novo parceiro da cadeia de suprimentos) pode mitigar um alto nvel de concentraão.

## **b) Diversificaão geográfica**

218. Avaliamos a diversificaão geográfica sob o ponto de vista tanto da amplitude dos mercados atendidos ou potenciais da empresa, quanto da concentraão geográfica de suas instalaões.

219. A concentraão de volumes de negócios e receitas em uma região geográfica específica pode levar à maior exposião a fatores econômicos que afetam a demanda por bens ou serviços de uma empresa nessa região. Ainda que os volumes e receitas da empresa estejam concentrados em uma região atrativa, esta pode ainda ser vulnerável a uma queda significativa na demanda por seus bens e serviços. Por outro lado, uma empresa que atenda múltiplas regiões geográficas pode se beneficiar de diferentes condiões de demanda em cada região, possivelmente resultando em maior estabilidade de receitas e rentabilidade mais consistente do que a de um de seus pares com maior foco. Assim, consideramos a diversificaão geográfica no contexto da indústria e da dimensão da economia local ou regional. Por exemplo, empresas que operam em indústrias locais (como varejistas de alimentos) podem se beneficiar de uma posião local consolidada.

220. Em geral, as operaões de produão ou de serviços geograficamente concentradas podem expor uma empresa ao risco de interrupção e afetar sua receita e rentabilidade. Mesmo quando os riscos-país não parecem significativos, a vulnerabilidade de uma empresa a fatores exógenos (como desastres naturais e instabilidades nas relaões políticas ou de trabalho) aumenta com a concentraão geográfica.

## **c) Volume, dimensão de mercados e volume de receitas, e participaão de mercado**

221. Vendas absolutas ou volumes unitários e participaão de mercado não suportam por si só, uma forte avaliaão de escala, escopo e diversificaão. Ainda assim, uma participaão de mercado superior é um ponto positivo, desde que possa indicar uma ampla gama de operaões, produtos ou serviços.

222. Vemos a estabilidade de volume (em relaão à dos pares) como um ponto positivo, especialmente quando uma empresa a registra durante uma desaceleraão econômica; se esta tem sido atingida sem depender de reduões de preos superiores àquelas de seus competidores; e quando deve ser sustentada no futuro. No entanto, a estabilidade de volume, combinada a uma contraão na participaão de mercado, poderia ser uma evidência de perspectivas decrescentes para rentabilidade futura de uma empresa. Avaliamos a previsibilidade dos volumes de negócios e o provável grau de estabilidade de volume futuro ao analisar o desempenho da empresa em relaão ao dos pares sob diversos fatores da indústria: ciclicidade, capacidade de se adaptar a ameaças tecnológicas e regulatórias; o perfil da base de clientes (fidelizaão); e o potencial ciclo de vida dos produtos ou serviços da empresa.

223. Dependendo do setor da indústria, medimos o tamanho e a participaão de mercado relativos de uma empresa com base nas vendas unitárias, no montante absoluto de receitas e no percentual de receitas capturado das receitas da indústria total. Também ajustamos para consideraões qualitativas específicas da indústria e da empresa. Por exemplo, se uma indústria for particularmente fragmentada e possuir um



número de participantes de portes similares, nenhuma pode ter uma vantagem ou desvantagem particular com relação à participação de mercado.

## d) Maturidade de produtos ou serviços

224. O grau de maturidade e a posição relativa na curva do ciclo de vida do portfólio de produtos ou serviços da empresa afetam a estabilidade e a sustentabilidade de suas receitas e margens. É importante identificar o estágio de desenvolvimento dos produtos ou serviços de uma empresa a fim de calcular os riscos do ciclo de vida que podem estar associados aos principais produtos ou serviços.

225. Produtos ou serviços maduros (por exemplo, produtos de consumo ou programação para radiodifusão) não são necessariamente um fator negativo, em nossa visão, desde que ainda contribuam com um nível confiável de lucros. Se a demanda por um produto ou serviço de uma empresa estiver em queda, avaliamos seu histórico de introdução de novos produtos que tenham o poder de se estabelecer. Da mesma forma, o histórico de lançamento de produtos de uma empresa é particularmente relevante.

## 3. Análise dos subfatores de eficiência operacional

226. Ao avaliar a força relativa desse componente, consideramos quatro subfatores:

- Estrutura de custos;
- Processos de produção;
- Gestão de capital de giro; e
- Tecnologia.

227. Se uma empresa apresenta alto nível de eficiência operacional, deveria ser capaz de gerar margens de lucros melhores do que as dos pares que competem nos mesmos mercados, independentemente das condições de mercado prevalentes. A capacidade de reduzir custos de produção e outros custos operacionais, maximizando assim as margens e fluxo de caixa – por exemplo, por meio de excelência de produção, controle de custos e gestão de capital de giro diligente – oferecerá os recursos para P&D, marketing e serviço ao cliente.

### a) Estrutura de custos

228. As empresas bem posicionadas em termos de custos normalmente usufruirão de maior utilização da capacidade e serão mais rentáveis ao longo do ciclo de negócios. A estrutura e o controle de custos são importantes para a geração de fortes lucros e fluxo de caixa, em especial para as empresas que produzem commodities, operam em indústrias maduras ou enfrentam pressões de preços. É importante considerar se uma empresa ou qualquer um de seus competidores possui uma vantagem de custos sustentável, o que pode se basear no seu acesso à energia mais barata, localizações favoráveis de plantas produtivas ou custos de mão-de-obra mais flexíveis ou mais baixos, por exemplo.

229. Quando houver informações disponíveis, avaliamos o *mix* de custos fixos versus os custos variáveis de uma empresa como indicação da alavancagem operacional, uma medida de como o crescimento da receita bruta se traduz em crescimento de lucro operacional. Uma empresa com alavancagem operacional significativa pode experimentar declínios dramáticos no lucro operacional se os volumes unitários caírem, como em desacelerações cíclicas. Por outro lado, durante uma recuperação, assim que as receitas passarem do ponto de equilíbrio (*breakeven*), parte significativa das receitas incrementais normalmente torna-se lucro.

### b) Processo de produção

230. O capital intensivo caracteriza muitos setores da indústria que exigem volumes mínimos para produzir níveis aceitáveis de lucro, fluxo de caixa e retorno sobre ativos. Vemos a utilização de capacidade ao longo do ciclo de negócios (combinada com a base de custos) como uma boa indicação da capacidade

dos produtores de manter a rentabilidade em cenários econômicos variados. Nossa avaliaão da utiliza o da capacidade baseia-se na capacidade de produ o de uma empresa em toda sua plataforma de produ o. Além disso, consideramos a dire o da utiliza o da capacidade de uma empresa comparada a nossas expectativas de vendas unitárias, em vez de analisá-la planta por planta.

231. As rela es trabalhistas permanecem um foco importante em nossa análise da eficiência operacional para produtores. Frequentemente, a estrutura de custos trabalhistas de uma empresa   orientada por seu histórico de negocia es contratuais e dos países onde opera. Examinamos a rigidez ou a flexibilidade dos custos trabalhistas de uma empresa e em que grau ela depende da força de trabalho em vez de automa o. Analisamos a estrutura de custos trabalhistas avaliando o nível de representa o sindical, custos de folha de pagamento e de benefícios como porcentagem dos custos de bens vendidos (quando disponível), e avaliando o equilíbrio de bens de capital versus força de trabalho no processo de produ o. Também incorporamos as tendências dos esforços de uma empresa para transferir os custos trabalhistas de regiões de custos altos para aquelas de custos baixos.

## **c) Gestão de capital de giro**

232. A gestão de capital de giro – de passivos e ativos atuais ou de curto prazo –   um fator-chave em nossa avaliaão da eficiência operacional. Em geral, empresas com sólida capacidade de gestão de capital de giro apresentam ciclos de conversão de caixa mais curtos (definidos como dias de investimentos em estoque e recebíveis menos dias de investimento em contas a pagar) do que os pares menos capacitados. Os ciclos de conversão de caixa curtos poderiam, por exemplo, demonstrar que uma empresa tem uma posi o mais forte na cadeia de suprimentos (por exemplo, exigindo que fornecedores ou revendedores retenham maior parte de seu estoque). Isso possibilita a uma empresa direcionar mais capital para outras áreas de investimentos do que seus pares.

## **d) Tecnologia**

233. A tecnologia pode desempenhar um papel importante para se atingir uma eficiência operacional superior por meio de gestão de rendimento eficaz (melhorando os índices de m teria-prima/produ o), automa o da cadeia de suprimentos e otimiza o de custos.

234. Atingir uma gestão de retorno elevado   particularmente importante nas indústrias com estoque limitado e custos fixos altos, como as de transporte, hoteleira, de m dia e de varejo. As empresas aéreas mais eficientes podem atingir receita por assento disponível por quil metro mais alta do que seus pares, enquanto as empresas hoteleiras mais eficientes podem atingir uma receita por quarto disponível superior   de seus pares. Ambas as indústrias dependem fortemente de tecnologia para alocar efetivamente seu estoque (assentos e quartos) a fim de maximizar as vendas e a rentabilidade.

235. Sistemas eficazes de automa o da cadeia de suprimentos possibilitam às empresas reduzirem investimentos em estoques e estimarem melhor os pedidos futuros com base nas tendências atuais. Ao possibilitar a troca de dados eletrônicos entre fornecedor e varejista, esses sistemas ajudam a agilizar os pedidos e reposi o de produtos ao mencionar rapidamente quais mercadorias apresentam vendas sólidas e as necessidades de reabastecimento. Eles também identificam mudanças mais lentas no estoque que precisa ser remarcado, deixando espaço disponível para mercadorias novas.

236. O uso efetivo de tecnologia pode também ajudar a manter os custos baixos, melhorando a produtividade por meio da automa o e da gestão do fluxo de trabalho. Isso pode reduzir as despesas com vendas, gerais e administrativas, as quais normalmente representam uma parcela substancial dos gastos para indústrias com altos custos fixos, elevando assim os lucros.

[As tabelas 28-30 foram excluídas.]

## C. Análise do fluxo de caixa/alavancagem

### 1. Vantagens e desvantagens de cada métrica de fluxo de caixa

#### a) EBITDA

237. O EBITDA é um indicador de fluxo de caixa amplamente utilizado e, portanto, altamente comparável, embora apresente limitações significativas. Dado que deriva de informações disponíveis nas demonstrações de resultados, o EBITDA pode ser distorcido pelas mesmas questões contábeis que limitam o uso de lucros como uma base do fluxo de caixa. Além disso, os juros podem representar uma saída de caixa substancial para empresas avaliadas com ratings em grau especulativo e, portanto, o EBITDA pode superestimar consideravelmente o fluxo de caixa em alguns casos. Contudo, o indicador é um ponto de partida útil e comum para a análise do fluxo de caixa, possibilitando a comparação da solidez financeira de empresas diferentes.

#### b) Geração interna de caixa (FFO)

238. O FFO é uma medida híbrida de fluxo de caixa que estima a capacidade inerente de uma empresa gerar fluxo de caixa recorrente de suas operações, independentemente das oscilações de capital de giro. O FFO estima o fluxo de caixa disponível para a empresa antes de capital de giro, investimentos e itens discricionários, incluindo dividendos, aquisições, entre outros.

239. Como o fluxo de caixa das operações tende a ser mais volátil do que o FFO, o FFO é frequentemente utilizado para minimizar a variação do capital de giro entre os períodos. Consideramos o FFO um melhor parâmetro (*proxy*) de geração de fluxo de caixa recorrente porque a administração pode manipular mais facilmente o capital de giro dependendo de suas necessidades de liquidez ou contábeis. No entanto, geralmente não usamos o FFO como uma medida-chave de fluxo de caixa quando a avaliação das mudanças de capital de giro é importante para mensurar a capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa e sua qualidade de crédito em geral. Por exemplo, para indústrias intensivas em capital de giro, como a de varejo, o fluxo de caixa operacional pode ser um melhor indicador da geração de caixa real da empresa do que o FFO.

240. O FFO é uma medida de fluxo de caixa para empresas bem estabelecidas cuja solvência de longo prazo seja relativamente certa (isto é, para empresas com ratings elevados). Para essas empresas, pode haver maior confiança analítica no FFO e em sua relação com a carga de dívida total. O FFO permanece muito útil na classificação relativa (*ranking*) das empresas. Além disso, as empresas mais estabelecidas e mais saudáveis normalmente têm uma gama mais ampla de possibilidades de financiamento para cobrir potenciais necessidades de liquidez de curto prazo para refinarar vencimentos próximos. Para situações de escassez de crédito, o foco muda mais para fluxo de caixa operacional livre – após deduzir-se os vários usos fixos como investimento de capital de giro e de capital – uma vez que essa medida é mais diretamente relacionada à capacidade do serviço da dívida corrente.

#### c) Fluxo de caixa operacional (CFO)

241. A medida e a análise do CFO constituem uma importante parte de nossa avaliação de ratings, em particular para as empresas que operam em indústrias intensivas em capital de giro ou em indústrias com potencial volatilidade de capital de giro. O CFO é distinto do FFO, visto que é uma medida pura de fluxo de caixa calculada após considerar-se o impacto sobre os lucros de mudanças nos ativos e passivos operacionais. O CFO é o fluxo de caixa disponível para financiar itens como investimentos, pagar empréstimos, dividendos e programas de recompra de ações.

242. Em muitas indústrias, as empresas mudam o foco para a geração de fluxo de caixa durante um período de desaceleração. Como resultado, embora normalmente gerem menos caixa das atividades de negócios ordinários por conta da baixa utilização da capacidade e da absorção de custos fixos relativamente baixa, elas podem gerar caixa reduzindo estoques e recebíveis. Portanto, embora o FFO provavelmente se reduza em um período de desaceleração, o impacto no CFO pode não ser tão alto. Em períodos de forte crescimento ocorre o oposto, e o CFO consistentemente mais baixo comparado ao FFO sem um aumento correspondente na receita e rentabilidade pode indicar uma situação insustentável.

243. O capital de giro é um elemento-chave na geração de fluxo de caixa de uma empresa. Embora em geral seja necessário constituir capital de giro e, portanto, usar o caixa em uma fase de crescimento ou expansão, as variações no capital de giro podem também servir de reserva no caso de desaceleração. Muitas empresas venderão estoques e investirão um montante menor em matérias-primas por conta de atividades de negócios mais fracas, medidas essas que reduzem o montante de capital e caixa vinculado ao capital de giro. Portanto, flutuações no capital de giro podem ocorrer tanto em períodos de crescimento quanto de contração da receita, e analisar as necessidades de capital de giro de curto prazo de uma empresa é crucial para estimar a evolução de fluxos de caixa futuros.

244. Frequentemente, negócios intensivos em capital não são intensivos em capital de giro: a maior parte dos compromissos de capital é usada antecipadamente em equipamentos e maquinário, enquanto os negócios com pouca necessidade de investimentos em ativos podem ter de investir proporcionalmente mais em estoques e recebíveis. Isso também afeta as margens, pois negócios intensivos em capital tendem a ter despesas operacionais proporcionalmente mais baixas (e, portanto, margens EBITDA mais altas), enquanto aqueles intensivos em capital de giro normalmente reportam margens EBITDA mais baixas. A volatilidade de fluxo de caixa resultante pode ser significativa: como todos os investimentos são realizados antecipadamente em um negócio intensivo em capital, há normalmente mais espaço para absorver volatilidade de EBITDA subsequente porque as margens são mais altas. Por exemplo, uma empresa intensiva em capital pode permanecer razoavelmente rentável, mesmo se sua margem EBITDA declinar de 30% para 20%. Ao contrário, um negócio intensivo em capital de giro com margem EBITDA mais baixa (em função de despesas operacionais mais altas) de 8% pode apresentar uma margem EBITDA negativa se a volatilidade do EBITDA for alta.

## **d) Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)**

245. Ao deduzir os investimentos (capex) do CFO, chegamos ao FOCF, o qual pode ser usado como parâmetro (*proxy*) para o caixa gerado das operações *core* de uma empresa. Podemos excluir do cálculo do FOCF os investimentos discricionários em expansão de capacidade, mas na prática é geralmente difícil discriminar entre gastos para expansão e substituição. Além disso, embora as empresas tenham certa flexibilidade para administrar seus orçamentos de capital para enfrentar ciclos de baixa, essa flexibilidade é muitas vezes temporária e insustentável, dadas as exigências intrínsecas do negócio. Por exemplo, as empresas podem ser forçadas a aumentar seus programas de investimento em função de um forte crescimento da demanda ou de mudanças tecnológicas. Entidades reguladas (por exemplo, empresas de telecomunicações) podem ainda enfrentar significativas exigências de investimento relacionadas a seus contratos de concessão (o acordo entre uma empresa e o governo que especifica as regras que a empresa deve seguir para operar localmente).

246. O FOCF positivo é um sinal de solidez e é útil para distinguir entre duas empresas com o mesmo FFO. Além disso, o FOCF é útil para diferenciar entre os fluxos de caixa gerados por empresas e indústrias mais ou menos intensivas em capital.

247. Em indústrias muito intensivas em capital (nas quais as exigências de investimento em manutenção tendem a ser altas) ou em outras situações em que as empresas têm pouca flexibilidade para postergar investimentos, as métricas de FFO sobre dívida e dívida sobre EBITDA podem fornecer uma percepção menos útil da qualidade de crédito, uma vez que podem não refletir investimentos potencialmente significativos. Nesses casos, um índice como o FOCF sobre dívida oferece uma percepção analítica mais precisa.

248. Uma empresa que atende um mercado de baixo crescimento ou em declínio pode apresentar um FOCF relativamente forte por conta da menor necessidade de investimentos fixos e de capital de giro. Ao contrário, empresas em expansão apresentam FOCF fraco ou até negativo em razão dos investimentos necessários para dar suporte ao crescimento. No caso de uma empresa de baixo crescimento, a análise de crédito pondera o forte fluxo de caixa corrente positivo contra o risco de que este alto nível possa não ser sustentável. Já no caso de uma empresa de alto crescimento, o oposto é verdadeiro: pondera-se o lado negativo de um déficit de caixa corrente em relação às perspectivas de melhor fluxo de caixa quando os investimentos correntes começarem a gerar fluxo de caixa. No último caso, se considerarmos o investimento em expansão como temporário e sem probabilidade de aumentar a alavancagem no longo prazo, conferiremos maior importância analítica ao FFO sobre dívida do que ao FOCF sobre dívida. De todo modo, também consideramos o impacto do ambiente de crescimento de uma empresa em nossa análise de risco de negócios, especificamente na análise de risco da indústria de uma empresa (veja a seção B).

## e) Fluxo de caixa discricionário (DCF)

249. Para emissores corporativos avaliados em grau de investimento, o índice de DCF sobre dívida pode ser um importante parâmetro da adequação de fluxo de caixa futuro, visto que ele reflete de forma mais completa a política financeira de uma empresa, incluindo decisões com relação à distribuição de dividendos e recompra de ações. Além disso, potenciais fusões e aquisições podem representar um significativo uso de caixa e é um importante componente da análise do fluxo de caixa.

250. O nível de dividendos depende da estratégia financeira da empresa. Aquelas com metas agressivas de distribuição de dividendos podem não estar dispostas a reduzir os dividendos, mesmo diante de certa pressão de liquidez. Além disso, empresas avaliadas com grau de investimento têm menor probabilidade de reduzir pagamentos de dividendos após alguma adversidade – apesar de os dividendos serem, em última instância, discricionários. O DCF é o reflexo mais verdadeiro do fluxo de caixa excedente, embora também seja o mais afetado pelas decisões da administração e, portanto, não reflita necessariamente o potencial fluxo de caixa disponível.

## D. Diversificação/Efeito-portfolio

### 1. Pesquisa acadêmica

251. Uma pesquisa acadêmica concluiu recentemente que, durante a crise financeira de 2007-2009, os conglomerados apresentaram vantagem sobre as empresas com foco em um único setor, porque possuíam melhor acesso aos mercados de crédito como resultado do “cosseguro” de suas dívidas, e utilizaram os mercados de capitais internos de maneira mais eficiente (ou seja, seus negócios core tinham fluxos de caixa mais fortes). O “cosseguro” de dívida é a visão de que a união de duas ou mais empresas cujos fluxos de receitas não são perfeitamente correlacionados reduz o risco de *default* das empresas mescladas (ou seja, o efeito “cosseguro”) e assim aumenta a “capacidade de dívida” ou a “capacidade de tomada de empréstimo” da organização combinada. Essas alternativas de financiamento tornaram-se mais importantes durante a crise (Fonte: “Does Diversification Create Value In The Presence Of External Financing Constraints? Evidence From The 2007-2009 Financial Crisis”, Venkat Kuppaswamy e Belen Villalonga, Harvard Business School, 19 de agosto de 2011).

252. Além disso, empresas totalmente diversificadas registraram spreads de *credit default swap* mais baixos de 2004-2010 versus as empresas menos diversificadas. Isso demonstra que os credores estavam diferenciando o risco e oferecendo a essas empresas acesso mais fácil e mais barato a capital. (Fonte: “The Power of Diversified Companies During Crises”, The Boston Consulting Group e Leipzig Graduate School of Management, janeiro de 2012).

253. Muitos conglomerados avaliados são específicos de um país ou uma região; apenas um pequeno percentual é verdadeiramente global. A diferença é importante quando avaliamos os fatores de risco-país e os riscos macroeconômicos. Medidas históricas para cada região, com base na volatilidade e correlação, refletem as tendências regionais com probabilidade de mudança ao longo do tempo.

## E. Política financeira

### 1. Acionistas controladores

254. Acionistas controladores – se existentes – exercem influência significativa no perfil de risco financeiro da empresa, dada sua capacidade de usar o controle direto ou indireto das políticas financeiras da empresa em benefício próprio. Embora o critério não associe a presença de acionistas controladores a qualquer impacto negativo ou positivo pré-definido, avaliamos as potenciais implicações de médio a longo prazo dessas estratégias para a posição creditícia da empresa. O controle de longo prazo – como existente em muitas empresas familiares – é frequentemente acompanhado por disciplina financeira e relutância em incorrer em alavancagem agressiva. Em contraste, o controle de curto prazo – como em fundos de *private equity* detidos por patrocinadores – geralmente implica políticas financeiras visando a atingir retornos rápidos aos acionistas, normalmente por meio de alavancagem de dívida agressiva.

255. O critério define um acionista controlador como:

- Um acionista privado (um indivíduo ou uma família) com controle majoritário ou controle do conselho de administração;
- Um grupo de acionistas com controle conjunto do conselho de administração por meio de um acordo de acionistas. O acordo de acionistas pode ter escopo abrangente ou limitado a apenas a alguns aspectos financeiros; e
- Uma empresa de *private equity* ou um grupo de empresas de *private equity* que detenha pelo menos 40% de uma empresa ou com controle majoritário de seu conselho de administração.

256. A empresa não é considerada como tendo um acionista controlador se tiver capital aberto com mais de 50% das ações com direito a voto listadas ou quando não há evidência de um acionista ou grupo de acionistas em particular que exerça de fato o controle da empresa.

257. Empresas cujos acionistas controladores sejam governos ou entidades relacionadas a governos, fundos de infraestrutura e de gestão de ativos, e empresas *holdings* diversificadas e conglomerados são avaliadas utilizando um critério separado.

### 2. Disciplina financeira

#### a) Influência de aquisições na alavancagem

258. Empresas podem empregar estratégias de crescimento com maior ou menor foco em aquisição com base na dinâmica da indústria, mudanças regulatórias, oportunidades de mercado e outros fatores. Consideramos que equipes de administração com estratégias de aquisição disciplinadas e transparentes que são consistentes com suas estruturas de políticas financeiras fornecem um alto grau de visibilidade da projeção do fluxo de caixa e métricas de crédito. Nossa avaliação leva em conta o histórico da administração em relação a sua estratégia de aquisições e o impacto relacionado no perfil de risco financeiro da empresa. Evidência histórica de tolerância limitada da administração a aquisições significativas financiadas por dívida fornece suporte relevante à visão de que os índices de crédito projetados não se enfraqueceriam significativamente como resultado da política de aquisições da empresa. Por outro lado, equipes de administração que seguem estratégias de aquisições oportunas, sem parâmetros bem definidos, aumentam os riscos de que o perfil de risco financeiro da empresa se deteriore muito além de nossas projeções.

259. As políticas de financiamento de aquisições e o histórico da administração nesse contexto também fornecem uma importante perspectiva em termos da estabilidade dos índices de crédito. No critério, levamos em consideração a disposição e a capacidade da administração de mobilizar todos os recursos

de financiamento para recuperar a qualidade de crédito da empresa, tal como a emissão de ações ou a alienação de ativos, para mitigar o impacto de aquisições de grande porte nos índices de crédito. A estrutura da política financeira e as evidências históricas relacionadas são considerações-chave em nossa avaliação.

## **b) Influência de políticas de remuneração de acionistas na alavancagem**

260. A abordagem da empresa em relação à remuneração de acionistas demonstra como ela equilibra os interesses de suas várias partes interessadas ao longo do tempo. Empresas com políticas de remuneração de acionistas consistentes e transparentes e que demonstram disponibilidade para ajustar os retornos aos acionistas com vistas a mitigar condições operacionais adversas fornecem maior suporte à sua qualidade de crédito no longo prazo do que outras empresas. Por outro lado, empresas que priorizam retorno de caixa aos acionistas em períodos de deterioração econômica, operacional ou do preço das ações podem prejudicar substancialmente sua qualidade de crédito de longo prazo e intensificar o impacto no crédito resultante de condições adversas de negócios. Ao avaliar as políticas de remuneração de acionistas de uma empresa, o critério concentra-se na previsibilidade dos planos de remuneração dos acionistas, incluindo como a empresa gerencia as expectativas dos acionistas, seu histórico de execução das políticas de remuneração ao longo do tempo e como os retornos dos acionistas se comparam aos dos pares do setor.

261. As políticas de remuneração de acionistas que não são transparentes ou que desviam significativamente daquelas de seus pares do setor apresentam maior risco eventual e volatilidade, e serão avaliadas como menos previsíveis, de acordo com o critério. Políticas de dividendos e retorno de capital que funcionam primordialmente como uma ferramenta de distribuição de excedente de capital aos acionistas com base em índices de pagamentos transparentes e estáveis – após atenderem a todos os requerimentos de capital e aos objetivos de endividamento da empresa, e que suportam índices de alavancagem estáveis ou melhores – são consideradas o principal suporte à qualidade de crédito da empresa no longo prazo.

## **c) Influência na alavancagem de planos relacionados a decisões de investimentos ou estratégias de crescimento orgânico**

262. O processo pelo qual uma empresa identifica, financia e executa o crescimento orgânico, como a expansão para novos produtos e/ou novos mercados, pode ter um impacto significativo em sua qualidade de crédito de longo prazo. Empresas que possuem uma estratégia de crescimento orgânico coerente e gerenciável, além de um histórico de execução bem sucedido, são mais bem posicionadas para atrair capital de terceiros e manter a qualidade de crédito no longo prazo. Por outro lado, empresas que alocam quantias significativas de capital em inúmeros projetos não relacionados, de grande porte e/ou complexos e frequentemente incorrem em despesas excessivas comparadas ao orçamento inicial podem aumentar substancialmente seu risco de crédito.

263. O critério avalia se as estratégias de crescimento orgânico da administração são transparentes, abrangentes e mensuráveis. Buscamos avaliar os objetivos de crescimento de médio a longo prazo das empresas – incluindo fundamentos estratégicos e riscos de execução associados – bem como o critério utilizado para alocar capital. A alocação efetiva de capital deve incluir diretrizes para a utilização deste, incluindo barreiras mínimas de retorno, análise das atividades de competidores e projeção de demanda. O histórico da empresa fornecerá os principais dados para essa avaliação, incluindo o quão bem ela executa projetos grandes e/ou complexos versus orçamentos iniciais, revisão nos custos de obras (*cost overruns*) e cronogramas.

## 3. Estrutura de política financeira

### a) Abrangência da estrutura da política financeira

264. Políticas financeiras claramente definidas e claras, que forneçam uma estrutura rígida sobre o comportamento da administração, são as mais confiáveis para se determinar o perfil de risco financeiro futuro de um emissor. Avaliamos como consistentes com uma avaliação *supportive* políticas claras, mensuráveis e bem compreendidas por todas as partes interessadas relevantes. Da mesma forma, a estrutura de políticas financeiras deve incluir parâmetros bem definidos de como o emissor gerenciará suas estratégias de proteção de fluxo de caixa e perfil de alavancagem de dívida. Isso inclui ao menos uma limitação ou uma combinação de restrições de índices financeiros (como limite máximo de dívida sobre EBITDA), e esta última deve ser relevante com relação à indústria do emissor e/ou às características de sua estrutura de capital.

265. Em contrapartida, a ausência de políticas financeiras estabelecidas, políticas vagas ou não quantificáveis, ou evidência histórica de variação significativa ou inesperada nas metas financeiras de longo prazo da administração podem contribuir para uma avaliação geral de uma estrutura de política financeira não *supportive*.

### b) Transparência das políticas financeiras

266. Avaliamos como *supportive* os objetivos da política financeira transparentes e bem compreendidos por todas as partes interessadas, e acreditamos que tenham potencial de influenciar o perfil de risco financeiro do emissor ao longo do tempo. Alternativamente, as políticas financeiras, se existentes, que não sejam comunicadas às principais partes interessadas e/ou que possuam evidência histórica limitada de suporte ao compromisso da empresa com tais objetivos, são não *supportive*, em nossa visão. Levamos em conta as diversas formas que a empresa comunica seus objetivos de política financeira, incluindo anúncios públicos, materiais de apresentação a investidores e comentários públicos.

267. Em alguns casos, entretanto, a empresa pode articular seus objetivos de política financeira a um número limitado de partes interessadas-chave, tais como seus principais credores ou as agências de ratings de crédito. Nessas situações, a empresa ainda pode receber classificação *supportive* se avaliarmos que haja um histórico suficiente (mais de três anos) de demonstração de compromisso com seus objetivos de política financeira.

### c) Viabilidade e sustentabilidade das políticas financeiras

268. Para avaliarmos a viabilidade e sustentabilidade das políticas financeiras da empresa, consideramos uma variedade de fatores, que incluem o perfil de risco financeiro histórico e atual; as demandas de suas principais partes interessadas (incluindo as expectativas dos acionistas quanto a dividendos e retorno sobre capital); e a estabilidade de suas políticas financeiras que observamos ao longo do tempo. Evidências de que a empresa está disposta a alterar sua estrutura de política financeira em razão de condições de negócios adversas ou de oportunidades de crescimento (incluindo fusões e aquisições) podem sustentar uma avaliação geral não *supportive*.

## 4. Ajustes na política financeira – Exemplos

269. Exemplo 1: Uma empresa moderadamente alavancada foi recentemente vendida a um novo patrocinador financeiro. Este ainda não alavancou a empresa e não há uma política financeira pré-estabelecida. Esperamos que a alavancagem aumente com o refinanciamento, mas ainda não somos capazes de incorporar este fator precisamente em nossas projeções.



Resultado provável: Avaliação da política financeira FS-6, implicando que esperamos que o novo dono implemente uma política financeira agressiva na ausência de qualquer outra evidência.

270. Exemplo 2: Uma empresa possui dois controladores – uma família detém 75% e um acionista estratégico detém os 25% remanescentes. Embora a empresa tenha fornecido à S&P Global Ratings uma orientação de seus objetivos de longo prazo, sua estrutura de política financeira no geral não é suficientemente estruturada nem divulgada a um número suficiente de partes interessadas para ser qualificada como *supportive*. O histórico recente, no entanto, não oferece nenhuma evidência de transações financeiras inesperadas e agressivas, e acreditamos que o risco eventual seja moderado.

Resultado provável: Impacto neutro da política financeira, incluindo avaliação neutra da disciplina financeira. Apesar de a estrutura financeira da empresa não apresentar uma visibilidade de longo prazo, evidências históricas e a estabilidade da administração sugerem que o risco eventual não é significativo. A avaliação da estrutura financeira não *supportive*, entretanto, impede que a empresa se qualifique para uma avaliação da política financeira geral positiva, caso sejam atendidas as condições de disciplina financeira positiva.

271. Exemplo 3: Uma empresa (não detida por patrocinadores financeiros) apresentou metas de alavancagem equivalentes a uma avaliação de perfil de risco financeiro significativo. A empresa continua realizando aquisições financiadas por dívida, mas permanece dentro das metas de alavancagem, embora na faixa mais fraca delas. Nossas projeções incorporam essencialmente a expectativa de que o fluxo de caixa excedente será usado totalmente para financiar fusões e aquisições ou, possivelmente, financiar recompras de ações, mas que a administração permanecerá em geral dentro das metas de alavancagem.

Resultado provável: Impacto neutro da política financeira. Embora a administração seja razoavelmente agressiva, a empresa fica consistentemente dentro de suas metas de política financeira. Acreditamos que nossas previsões forneçam uma visão realista da evolução das métricas de crédito da empresa nos próximos dois anos. Não é necessário nenhum ajuste de risco eventual.

272. Exemplo 4: Uma empresa (não controlada por um patrocinador financeiro) acabou de concluir uma aquisição de grande porte (consistente com sua estratégia de longo prazo) que desviou seus índices de crédito da meta estabelecida. A administração expressou seu compromisso em melhorar rapidamente seus índices de crédito de acordo com as suas metas de longo prazo – representando uma faixa aceitável para o SACP – por meio da alienação de ativos ou emissão de direitos de subscrição. Consideramos os planos de alienação de ativos (ou de emissão de direitos de subscrição) como realistas, mas o período e o valor específico são incertos. Ao mesmo tempo, a administração apresenta uma estrutura de política financeira *supportive*, um histórico positivo de cinco anos e ativos considerados razoavelmente fáceis de negociar.

Resultado provável: Impacto positivo da política financeira. Embora os índices de crédito projetados permanecerão temporariamente fracos, pois não podemos incorporar totalmente a alienação de ativos (ou a emissão de direitos de subscrição) em razão de incertezas acerca do período/valor, ou sem que haja vazamento de informações confidenciais, o risco de crédito da empresa deve se beneficiar do histórico positivo da administração e de uma estrutura de política financeira satisfatória. A âncora será ajustada em um degrau para cima se a avaliação da administração e governança for no mínimo satisfatória e a liquidez for pelo menos adequada.

273. Exemplo 5: Uma empresa (não controlada por um patrocinador financeiro) apresenta índices financeiros sólidos, com flexibilidade financeira significativa para realizar fusões e aquisições quando comparada à sua política financeira de longo prazo. Além disso, o desempenho de suas ações está inferior àquele de seus pares mais próximos na indústria. Embora não tenhamos evidência histórica recente de qualquer passo na direção de uma política financeira agressiva, acreditamos fundamentalmente que, ao longo do tempo, a empresa acabará usando sua flexibilidade financeira em uma oportunidade de fusão e aquisição ou, alternativamente, retornar o dinheiro aos acionistas.

Resultado provável: Impacto negativo da política financeira. O risco eventual de longo prazo derivado de fusões e aquisições não pode ser transformado em estimativas, nem tampouco retornos aos acionistas (recompra de ações ou dividendos extraordinários) podem ser transformados em estimativas para se

tentar alinhar os índices projetados com níveis de política financeira de longo prazo. Isso ocorre porque nossas estimativas baseiam-se em premissas previsíveis realistas e razoáveis no médio prazo. A âncora será ajustada para baixo, em um degrau ou mais, por conta da avaliação negativa da política financeira.

## F. Glossário da Metodologia de Ratings Corporativos

**Acionistas controladores (*Controlling shareholders*):** Acionistas capazes de influenciar decisões com efeitos variados sobre as operações, alavancagem e retorno ao acionista, sem necessariamente ser acionista majoritário.

**Afiladas não consolidadas (*Unconsolidated equity affiliates*):** São as empresas investidas por um emissor, mas não consolidadas nas demonstrações financeiras deste. Portanto, os lucros e fluxos de caixa dessas investidas não são incluídos em nossas principais métricas, exceto se forem recebidos dividendos.

**Âncora (*Anchor*):** A combinação da avaliação do perfil de risco de negócios de um emissor com a de seu perfil de risco financeiro determina a âncora. Fatores de rating adicionais podem então modificar a âncora para determinar o rating final ou SACP.

**Avaliação de transferência e conversibilidade (*Transfer and convertibility assessment*):** A visão da S&P Global Ratings sobre a probabilidade de um governo soberano restringir o acesso de um não soberano à moeda estrangeira necessária para honrar as obrigações do serviço da dívida deste último.

**Avaliação do Risco da Indústria Corporativa e do Risco-País (CICRA, ou *Corporate Industry and Country Risk Assessment*):** O resultado da combinação da avaliação de risco-país com a do risco da indústria de um emissor.

**Caixa disponível para pagamento da dívida (*Cash available for debt repayment*):** O caixa projetado disponível para pagamento da dívida é definido como a variação líquida do caixa no período, antes de novas captações e dos pagamentos de dívida. Isso inclui fluxo de caixa discricionário estimado ajustado de acordo com nossas expectativas de qualquer emissão de ações e M&A. Apresentamos a definição de fluxo de caixa discricionário em nosso critério e no documento de orientação “Índices e Ajustes”.

**Conglomerado (*Conglomerate*):** Empresas que atuam em pelo menos três segmentos distintos de negócios, cada um contribuindo com entre 10%-50% do EBITDA ou do FOCF. Essas empresas podem se beneficiar da diversificação/efeito-portfólio.

**Cosseguro de dívida (*Debt co-insurance*):** A visão de que a combinação de duas ou mais empresas cujos fluxos de receitas não sejam perfeitamente correlacionados reduz o risco de *default* de ambas as empresas (i.e. o efeito do cosseguro), e assim aumenta a “capacidade de dívida” ou a “capacidade da tomada de empréstimo” da organização combinada. Essas alternativas de financiamento tornaram-se mais importantes durante a crise financeira global de 2007-2009.

**Empresa de capital intensivo (*Capital-intensive company*):** Uma empresa com elevados gastos contínuos de capital em relação às vendas, ou alto valor de depreciação em relação às vendas. Exemplos de setores de capital intensivo incluem produção e refino de óleo, telecomunicações e setores de transportes, como ferrovias e empresas aéreas.

**Empresas de capital de giro intensivo (*Working-capital-intensive companies*):** Geralmente uma empresa com altos níveis de capital de giro em relação às suas vendas de forma a cobrir oscilações sazonais de capital de giro. Exemplos de setores de capital de giro intensivos incluem varejistas, fabricantes automotivos e o setor de bens de capital.

**Folga financeira (*Financial headroom*):** Medida de desvio tolerado nas métricas financeiras sem mover para fora ou acima de uma banda ou um limite pré-designados normalmente encontrados em *covenants*

de empréstimos (como um índice de dívida sobre EBITDA que imponha uma restrição na alavancagem). Uma folga significativa permitiria absorver desvios maiores.

**Índice de rentabilidade (*Profitability ratio*):** Normalmente medido pelo retorno sobre capital e margem EBITDA, mas pode ser medido usando índices específicos de um setor. Geralmente calculado com base em uma média de cinco anos, consistindo de dois anos de dados históricos e de nossas projeções para o ano corrente e para os próximos dois exercícios fiscais.

**Patrocinador financeiro (*Financial sponsor*):** Entidade que segue uma estratégia financeira agressiva no uso de dívida e instrumentos com características de dívida para maximizar os retornos aos acionistas. Normalmente, esses patrocinadores alienam seus ativos dentro de um curto a médio período de tempo. Patrocinadores financeiros incluem as empresas de *private equity*, mas não os fundos de infraestrutura e de gestão de ativos, os quais mantêm horizontes de investimentos mais longos.

**Perfil de ativos (*Asset profile*):** Uma maneira descritiva de se considerar os tipos e qualidade dos ativos que formam uma empresa (como, por exemplo, ativos tangíveis versus intangíveis, ativos que exigem manutenção ampla e contínua, conservação, ou reinvestimento, etc.)

**Perfil de crédito individual (SACP, ou *Stand-alone credit profile*):** A opinião da S&P Global Ratings sobre a qualidade de crédito de uma emissão ou emissor, na ausência de intervenção extraordinária ou suporte de seu controlador, afiliada ou governo relacionado ou de terceiros, como uma seguradora.

**Perfil de Grupo da Posição Competitiva (CPGP, ou *Competitive Position Group Profile*):** Usado para determinar as ponderações a serem atribuídas aos três componentes da posição competitiva além da rentabilidade. Enquanto atribuímos às indústrias um dos seis perfis, algumas empresas e subsetores da indústria podem ser classificados em outro CPGP em razão de suas características únicas. Da mesma forma, os fatores de risco da indústria nacional podem afetar a ponderação. Os seis CPGPs são:

- Serviços e produtos,
- Produtos com foco em escala,
- Intensivo em capital ou em ativos,
- Commodity com foco em custo,
- Commodity com foco em escala, e
- Indústria de interesse nacional e Concessionárias de serviços de utilidade pública.

**Perfil de risco de negócios (*Business risk profile*):** Compreende o potencial de risco e retorno de uma empresa no mercado em que esta atua, os riscos-país dentro desses mercados, o ambiente competitivo, e as vantagens e desvantagens competitivas da empresa. O critério combina a Avaliação do Risco da Indústria Corporativa e do Risco-País (CICRA, ou *Corporate Industry and Country Risk Assessment*) e a posição competitiva para determinar a avaliação do perfil de risco de negócios de uma empresa.

**Perfil de risco financeiro (*Financial risk profile*):** O resultado das decisões tomadas pela administração da empresa no contexto de seu perfil de risco de negócios e suas tolerâncias a risco financeiro. Ele inclui decisões sobre a maneira pela qual a administração busca recursos para a empresa e como ela constrói seu balanço patrimonial. Ele também reflete a relação dos potenciais fluxos de caixa da organização, dado seu perfil de risco de negócios, em relação às suas obrigações financeiras. O critério usa a análise do fluxo de caixa/alavancagem para determinar a avaliação do perfil de risco financeiro de um emissor corporativo.

**Políticas de remuneração do acionista (*Shareholder remuneration policies*):** Os planos de retorno aos acionistas estabelecidos pela administração (tais como recompra de ações, ou montante de dividendos ou percentuais de pagamento de dividendos almejados).

**Posição competitiva (*Competitive position*):** Nossa avaliação de uma empresa abrange: 1) vantagem competitiva, 2) eficiência operacional, 3) escala, escopo e diversificação e 4) rentabilidade.

- Vantagem competitiva – O posicionamento estratégico e a atratividade para clientes dos produtos ou serviços da empresa, e a fragilidade ou sustentabilidade de seu modelo de negócios.

- Eficiência operacional – A qualidade e flexibilidade da base de ativos da empresa e sua gestão e estrutura de custos.
- Escala, escopo e diversificação – A concentração ou diversificação de atividades de negócios.
- Rentabilidade – Nossa avaliação do nível de rentabilidade da empresa e da volatilidade da rentabilidade.

**Upstream/Midstream/Downstream:** Refere-se à exploração e produção, transporte e armazenamento, e refino e distribuição, respectivamente, de recursos naturais e commodities (como metais, óleo, gás, etc.).

**Volatilidade da rentabilidade/SER (*Volatility of profitability/SER*):** Baseamos a volatilidade da rentabilidade no erro-padrão da regressão (SER, na sigla em inglês para *standard error of the regression*) do EBITDA histórico de uma empresa. O SER é uma medida estatística que representa uma estimativa do desvio em torno de uma linha de tendência mais adequada (*'best fit'*). Combinamos isso com o índice de rentabilidade para determinar a avaliação da rentabilidade final. Calculamos o SER apenas quando as empresas possuem ao menos sete anos de dados anuais históricos, garantindo assim a expressividade dos resultados.

## **G. Critérios específicos a cada setor**

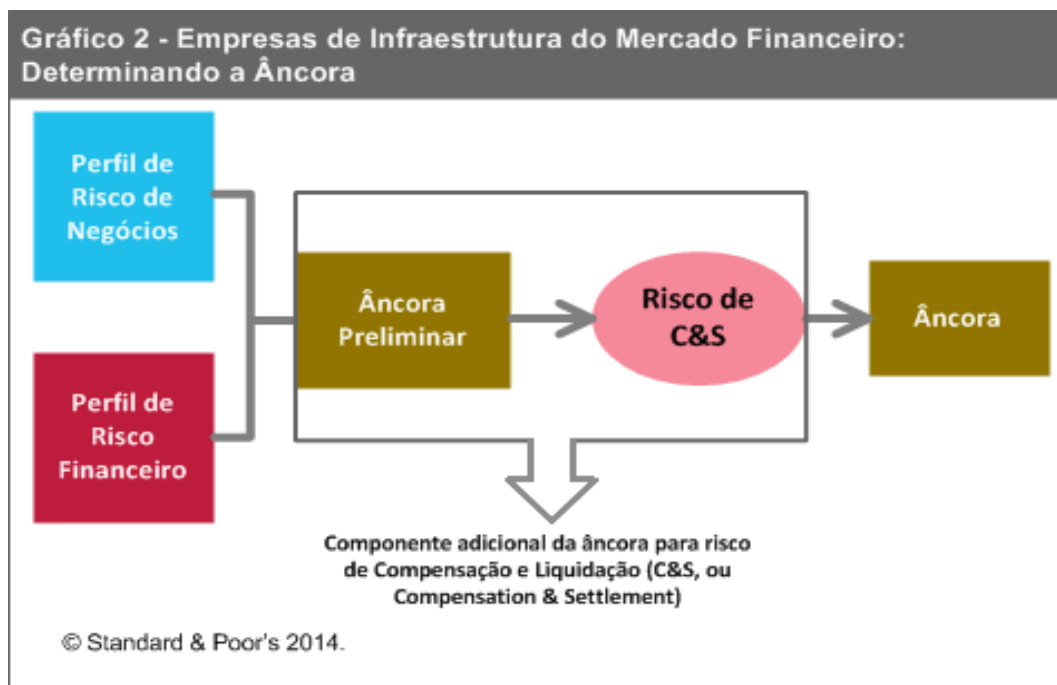
### **1) Empresas de infraestrutura do mercado financeiro**

As empresas de infraestrutura do mercado financeiro (IMF – *financial market infrastructure companies*) abrangem primordialmente bolsas de valores, câmaras de compensação, centrais depositárias de títulos (CSDs – *central security depositories*) e redes de pagamento que processam e compensam transações de crédito ou débito e pagamentos em caixa.

#### **a) Risco de compensação e liquidação**

Para IMFs, incluindo bolsas de valores, câmaras de compensação, CSDs e redes de pagamento, a análise combina o perfil de risco de negócios e o perfil de risco financeiro para determinar a âncora preliminar. Em seguida, incorporamos nossa visão do risco de compensação e liquidação para determinar a âncora. A avaliação do risco de compensação e liquidação, como um componente da âncora, é uma diferença-chave entre a estrutura de rating de FMIs e a metodologia de ratings corporativos. Isso porque a função mais importante de uma câmara de compensação é a mitigação do risco de crédito entre seus associados, atuando como garantidora ou CCP de negociações executadas neste mercado. Em nossa opinião, o risco de default de um associado é o único grande risco que uma câmara de compensação enfrenta. De forma similar, uma CSD busca reduzir o risco de liquidação entre seus associados concluindo negociações em uma base de entrega contra pagamento (DVP – *delivery versus payment*) e seguindo outros procedimentos consolidados de gestão de risco.

Nossa avaliação de risco C&S considera a diversidade e qualidade de crédito dos associados e as políticas e procedimentos de gestão de risco de acordo com padrões internacionais. O resultado da avaliação de risco C&S poderia elevar (em um degrau), rebaixar (de um a oito degraus), ou deixar inalterada a âncora preliminar para o cálculo da âncora.



## b) Estrutura de capital

Em geral, seguimos a metodologia de ratings corporativos para avaliar a estrutura de capital, a qual se concentra em dois subfatores de risco de nível 1 - risco cambial associado à dívida e perfil (ou cronograma) de vencimento da dívida - e um subfator de nível 2 - o risco da taxa de juros associado à dívida.

Em um número limitado de casos, nossa avaliação da estrutura de capital de uma IMF difere da metodologia corporativa quando a empresa de IMF segue a regulação prudencial dos reguladores do sistema bancário nacional e realiza algumas (limitadas) operações bancárias, como captação de depósitos e/ou concessão de linhas de crédito, relacionadas a seu negócio principal de IMF (i.e. CSDs internacionais baseados na Europa). Para estas empresas de IMF, calculamos o índice de capital ajustado pelo risco (RAC, ou *risk-adjusted capital*). (Veja detalhes na “Metodologia de estrutura de capital ajustado pelo risco”.)

Para estas poucas empresas para as quais calculamos um índice de RAC e atribuímos potenciais modificadores, de acordo com a tabela 28, aplicamos a mesma escala de cinco pontos de “muito positiva” (1) a “muito negativa” (5), utilizando gradação similar de índices RAC, como em “Bancos: Metodologia e Premissas de Rating”.

Há duas exceções bastante relevantes. Se uma empresa de IMF possui uma âncora ‘aa-’ ou superior, não é elegível para degraus de elevação, uma vez que esperamos que empresas de IMF que apresentam perfis de risco de negócio e financeiro fortes disponham de forte capitalização. Da mesma forma, se uma empresa de IMF possui uma âncora na categoria ‘a’, pode receber elevação máxima de um degrau.

Tabela 28

**Estrutura de Capital - Índice de RAC**

	<b>Descritor</b>	<b>Índice de RAC (%)</b>	<b>Degraus</b>
1	Muito positivo	>15	+2
2	Positivo	10-15	+1
3	Neutro	7.0-9.9	0
4	Negativo	5.0-6.9	-1
5	Muito negativo	<5	-2 ou superior

Em nossa visão, não há uma estrutura ótima do pacote de proteção financeira ou cadeia de default. Algumas câmaras de compensação podem depender principalmente de necessidades de margem de associados individuais, enquanto outras do fundo de garantia mútuos. Por este motivo, a proteção geral garantida por este pacote de proteção financeira (i.e. a soma das partes) é mais importante do que os componentes individuais do pacote de proteção financeira. Por exemplo, contribuições de fundos de garantia muito fortes podem compensar a fragilidade no cálculo da margem.

## 2) Empresas financeiras de serviços financeiros

Empresas financeiras de serviços financeiros (FSFC, na sigla em inglês) são empresas financeiras cujos principais riscos estão relacionados principalmente à sua capacidade de gerar fluxo de caixa do que ao montante de capital necessário para resistirem às perdas de crédito. Entre elas, estão empresas de financiamento ao consumidor, originadores e *servicers*, empresas de serviço de frota de automóveis, serviços imobiliários, e processadoras de operações monetárias, entre outras.

### a) Posição Competitiva

Para avaliar o perfil de grupo da posição competitiva (CPGP, na sigla em inglês) de FSFCs, analisamos os seguintes fatores:

- Vantagem competitiva;
- Escala, escopo e diversificação;
- Eficiência operacional;
- Rentabilidade; e
- Riscos regulatórios e legislativos.

Avaliamos a exposição de uma empresa aos riscos regulatórios ou legislativos como: (1) adequada, (2) fraca, ou (3) vulnerável. Se a avaliação dos riscos regulatórios e legislativos é (3) vulnerável, a posição competitiva de uma empresa é limitada a (6) vulnerável. Se a avaliação dos riscos regulatórios e legislativos é (2) fraca, avaliação da posição competitiva é limitada a (5) fraca. Se a avaliação dos riscos regulatórios e legislativos é (1) adequada, não há limites na avaliação da posição competitiva.

**Riscos Regulatórios e Legislativos.** Os riscos regulatórios e legislativos são importantes fatores para FSFCs. Nossa avaliação de riscos regulatórios e legislativos considera as implicações de crédito na FSFC, não opinando sobre a questão de políticas mais ampla. Dessa perspectiva, os reguladores podem introduzir novas leis ou alterar políticas existentes que possam resultar em consequências financeiras significativas relacionadas à receita e aos custos para uma FSFC específica ou para subsetores de FSFC.

Por exemplo, os reguladores poderiam definir novos padrões de divulgações de informações regulatórias, o que aumentaria os custos, ou poderiam estabelecer limites nas taxas de crédito máximas que uma FSFC ou um subsetor de FSFC pode praticar, o que reduziria as receitas. Nossa avaliação pondera como a regulação pode limitar a rentabilidade enquanto proporciona maior estabilidade dos lucros.

Dependendo do ambiente operacional, novas regras podem limitar ainda mais a rentabilidade das atividades do negócio, por exemplo, limitando as taxas de juros aplicáveis a clientes ou limitando a variedade de clientes que uma empresa financeira poderia ajudar a financiar. Mudanças regulatórias ou legislativas podem resultar ainda em custos de compliance mais altos.

Não vemos riscos regulatórios e legislativos como potencialmente favoráveis à vantagem competitiva. Reconhecemos que a regulação pode ajudar a estabilizar a volatilidade da FSFC, embora isso se refletiria no perfil de risco financeiro caso se concretizasse. Dado seu impacto tipicamente negativo na capacidade competitiva, os riscos regulatórios e legislativos não podem ser avaliados acima de "adequados". Uma FSFC com avaliação "adequada" não está exposta a políticas regulatórias - existentes ou prospectivas - que limitem a rentabilidade de forma significativa. Quando a regulação diminui a competição, refletimos esses benefícios diretamente na vantagem competitiva da empresa em questão, em vez de no setor geral.

Uma FSFC com avaliação de riscos regulatórios e legislativos "fraca" normalmente apresenta dois ou mais dos seguintes fatores, ou apenas um fator que seja particularmente significativo:

- É sujeita à supervisão regulatória, por vezes em uma indústria pouco regulamentada, e a rentabilidade pode ser limitada caso novas políticas sejam implementadas;
- É exposta a mudanças regulatórias e legislativas, mas, em alguns casos, a diversificação por produto ou geografia mitiga parcialmente esses riscos;
- Possui um histórico de políticas do governo e regulação que limita a rentabilidade ou altera os padrões de conduta de negócios.

Uma FSFC com avaliação de riscos regulatórios e legislativos "vulnerável" normalmente apresenta dois ou mais dos seguintes fatores, ou apenas um fator que seja particularmente significativo:

- É sujeita à supervisão regulatória constante, e a rentabilidade provavelmente seria limitada pela implementação de novas políticas;
- É exposta a mudanças regulatórias e legislativas, com diversificação de produtos e geografias limitada;
- Possui um histórico de políticas do governo e regulação que limita consideravelmente a rentabilidade ou altera os padrões de conduta dos negócios.

## **b) Estrutura de capital**

Consideramos a dependência de uma empresa de funding rotativo, e em geral funding de curto prazo para um ativo específico como um subfator adicional de risco nível 1 em nossa análise de estrutura de capital de FSFCs.

Avaliamos o funding específico de um ativo como (1) neutro, (2) negativo, ou (3) muito negativo. Em seguida, substituímos a tabela 21 ("Avaliação preliminar da estrutura de capital") pela tabela 29 abaixo para determinar a avaliação da estrutura de capital preliminar.

Quando uma dívida, como linhas de crédito *warehouse* ou outro tipo de funding específico de um ativo, é utilizada para financiar ativos e descontamos a dívida em relação aos ativos, avaliamos o subfator de nível 1 específico do ativo como negativo.

Em geral, o funding específico do ativo inclui linhas de crédito *warehouse* com e sem *garantia (secured and unsecured)*, acordos de recompra, securitizações de títulos lastreados em ativos (ABS, ou *assetbacked security*), e securitizações de títulos lastreados em financiamentos imobiliários residenciais (RMBS, ou *residential mortgage-backed security*).

Tabela 29

Avaliação preliminar da estrutura de capital	Avaliação do subfator
Neutra	Nenhum subfator de nível um é negativo.
Negativa	Um subfator de nível um é negativo, e o subfator de nível dois é neutro.
Muito negativo	Dois ou mais subfatores de nível um são negativos; ou um subfator de nível um é negativo e o subfator de nível dois é negativo; ou o funding específico do ativo é muito negativo.

Consideramos o funding específico do ativo como um fator-chave da qualidade de crédito quando uma empresa depende dessa forma de funding para facilitar o volume de originação, principalmente porque a empresa pode ser suscetível a danos em ambientes econômicos adversos. Especificamente, a forma como uma FSFC financia seus negócios e a sensibilidade à confiança de seus ativos afetam diretamente sua capacidade de manter os volumes de negócios e de atender às obrigações caso as opções de funding específico do ativo se tornem indisponíveis em épocas distintas no ciclo do negócio. Entretanto, as empresas financeiras com alta exposição a funding sensível à confiança são mais suscetíveis a mudanças na qualidade de crédito e capital tangível, e avaliamos tais entidades de acordo com nosso critério de NBF1.

Avaliamos o funding específico de um ativo considerando a estabilidade em épocas de estresse, a diversidade de contrapartes, tipo de garantia prestada, e vencimento das fontes de funding específicas do ativo.

Uma FSFC com avaliação de funding específico de um ativo "neutra" em geral apresenta montante limitado ou dependência de fontes de funding específicas do ativo para as operações de negócios em curso.

Uma FSFC com avaliação de funding específico de um ativo "negativa" é normalmente caracterizada por um ou mais dos seguintes fatores:

- A empresa depende de fontes de funding específico do ativo para operações de negócios em curso.
- Grande parte das obrigações vence em menos de um ano, ou há uma concentração de vencimentos no mesmo trimestre.
- A empresa depende de um grupo concentrado de contrapartes financeiras.

Uma FSFC com avaliação de funding específico de um ativo "muito negativa" é normalmente caracterizada por ambos os fatores a seguir:

- Apresenta todas as características de uma avaliação de funding específica do ativo "negativa", de acordo com o parágrafo anterior.
- Uma ou mais linhas estão sujeitas a uma significativa exposição a pedidos de cobertura (*margin calls*).

## Perguntas Frequentes (FAQ)

### A. Volatilidade do fluxo de caixa

**Se uma empresa reporta métricas de fluxo de caixa voláteis, a S&P Global Ratings incorpora este fator ao ajuste de volatilidade do fluxo de caixa ou à avaliação da política financeira?**

Incorporamos isso em qualquer desses fatores analíticos, conforme apropriado. De acordo com o parágrafo 125, o ajuste de volatilidade é o mecanismo pelo qual refletimos uma "folga" de variação de médio prazo ao desempenho financeiro atual de outra forma não incorporado na projeção de caso base de curto prazo ou na avaliação de risco de negócios de longo prazo. Realizamos esse ajuste com base nos seguintes fatores:

- A expectativa de qualquer variação potencial no índice de fluxo de caixa/alavancagem é tanto prospectiva e dependente das condições de negócio e econômica atuais.



- Os cenários de estresse incluem, mas não são limitados a, uma recessão, mudanças tecnológicas ou competitivas, perda ou renegociação de contratos ou clientes importantes, e variações em produtos-chave ou preços de matérias-primas, conforme definido no perfil de risco da indústria e avaliação da posição competitiva.
- O ajuste da volatilidade não é estático e é específico à empresa. No vale de um ciclo econômico ou em períodos de condições de estresse nos negócios, já refletidas no risco geral da indústria ou no perfil de risco competitivo específico, a perspectiva de enfraquecimento dos índices é muito inferior do que no pico de um ciclo econômico ou condições de negócios.
- A expectativa de mudanças nos índices prospectivos pode ser formada pelo desempenho histórico observado ao longo de um ciclo econômico, de negócios ou de produtos pela empresa ou por seus pares.
- A avaliação de qual classificação usar ao avaliar o número prospectivo de mudanças de categoria de classificação será baseada em quão próximos estão os índices atuais do ponto de transição (i.e. “proteção” na categoria de classificação atual) e o valor correspondente de mudança no EBITDA a cada transição de classificação.

De acordo com o parágrafo 157, a política financeira aprimora nossa visão dos riscos de uma empresa além das conclusões resultantes das premissas padrão na avaliação de fluxo de caixa/alavancagem. Essas premissas nem sempre refletem ou incorporam integralmente os riscos eventuais de curto a médio prazo ou os riscos de longo prazo decorrentes da política financeira de uma empresa. Caso as mudanças em um desses fatores não possam ser previstas em nossa avaliação prospectiva de fluxo de caixa/alavancagem, refletimos este risco em nossa avaliação da política financeira.

**Em que consiste um período de estresse ao avaliar se uma empresa possui nível de fluxo de caixa/alavancagem volátil ou altamente volátil?**

Como orientação, nossos estudos de *default* globais demonstram significativa correlação de *defaults* com pontos fracos em ciclos de negócios e crises bancárias. O pico da taxa de *default* de 1991 ocorreu após uma leve recessão nos EUA, uma recessão severa mas curta no Reino Unido, e a crise bancária dos países nórdicos. Outros picos de *default* de grau especulativo em mercados desenvolvidos foram registrados nos EUA, de 10,6% em 2001 (a recessão norte-americana) e 11,4% em 2009 (a crise bancária e recessão global), e na Europa, em 12,3% em 2002 (devido em parte ao estouro da bolha tecnológica/da Internet e à falência de várias *start-ups* de telecom). (Fontes: “2012 Annual Global Corporate Default Study”, publicado em 18 de março de 2013, e “Entendendo as Definições de Ratings da Standard & Poor’s”.)

Mais informações estão disponíveis no Apêndice 1 da “Metodologia: Risco da indústria”, em que consideramos a sensibilidade aos ciclos econômicos, medida pelo declínio do período de pico ao de baixa do ciclo (*peak-to-trough*) da rentabilidade e receitas nas grandes recessões (estresse ‘BBB’ e ‘BB’) mapeado a setores específicos da indústria.

**B. Rentabilidade**

**Se uma empresa opera em uma região ou em um país onde a inflação seja alta, e na opinião da S&P Global Ratings isso afeta a comparabilidade de seus índices de rentabilidade àqueles dos pares da indústria, como isso é incorporado em sua avaliação?**

Ao analisar o nível de rentabilidade nós utilizamos, se aplicável, a orientação numérica desenvolvida considerando-se a distribuição de métricas de rentabilidade em uma indústria ou subsetor. Esses limites são aplicáveis globalmente, independentemente do nível de inflação subjacente, embora também consideremos as tendências do índice de rentabilidade para determinar o nível da avaliação da rentabilidade. Entretanto, ambientes de inflação alta estão muitas vezes associados à exposição a países com alto risco-país, quando, de acordo com o parágrafo 87, podemos ajustar a avaliação de volatilidade da rentabilidade de modo a refletir essa exposição. Por fim, caso não seja incorporado em outra parte da análise, podemos refletir esse fator na análise de ratings comparáveis.

## REVISÕES E ATUALIZAÇÕES

Este artigo de critério foi originalmente publicado em 19 de novembro de 2013 e entrou em vigor na data de publicação.

Mudanças introduzidas após a publicação original:

- Em nossa revisão periódica concluída em 16 de outubro de 2015, excluímos os parágrafos 9 e 10 relacionadas à publicação inicial de nosso critério, que não são mais relevantes. Também fizemos alguns ajustes no texto. Esses ajustes não têm impacto em nossos ratings ou na data de vigência do critério.
- Em nossa revisão periódica concluída em 14 de outubro de 2016, atualizamos as referências de critérios, a lista de contatos, e as definições de empresas controladas por patrocinadores financeiros e patrocinadores financeiros em linha com aquelas descritas em “Tratamento de financiamento com capital próprio não ordinário em empresas não financeiras”, de 29 de abril de 2014.
- Em 8 de fevereiro de 2017, republicamos este critério para corrigir um erro no agrupamento regional para os países do Butão, Granada e Eritreia introduzido após a revisão periódica do critério de 14 de outubro de 2016.
- Na revisão periódica do critério de 11 de outubro de 2017, atualizamos as referências de critérios.
- Em 23 de abril de 2018, atualizamos a definição de empresa controlada por um patrocinador financeiro na tabela 23. Também atualizamos as informações de contato.
- Em 7 de dezembro de 2018, republicamos este critério com mudanças não materiais. Atualizamos a tabela 26, que complementa o parágrafo 46, excluindo as ponderações de PIB de cada país que compõe cada região definida. As ponderações de PIB foram excluídas pois estavam desatualizadas e porque uma tabela estática não reflete o fato de que os dados do PIB mudam de forma dinâmica. Em conformidade com o critério (parágrafo 46), calculamos as avaliações de risco regional como a média das avaliações de risco-país não ajustadas, ponderadas pelo PIB de cada país de uma região definida. Essas ponderações de PIB foram publicadas no critério na publicação inicial apenas para referência. Como os dados de PIB mudam, utilizamos aqueles atualizados cada vez que recalculamos as avaliações de risco regional. Também atualizamos as informações de contato e as referências de critérios.
- Em 1º de abril de 2019, mudamos a definição de fluxo de caixa discricionário na seção “Glossário do Critério Corporativo”, que foi substituída pela “Metodologia corporativa: Índices e ajustes”, 1º de abril de 2019 (Índices e Ajustes). Também alinhamos o índice de FFO sobre cobertura de juros caixa nos parágrafos 103 e 105 com o critério de Índices e Ajustes. Além disso, fizemos mudanças não materiais no parágrafo 81 e nas Perguntas Frequentes visando proporcionar maior transparência sobre como avaliamos a rentabilidade. Por fim, atualizamos as referências de critérios.
- Em 1º de julho de 2019, republicamos este critério com mudanças não materiais. Excluímos as tabelas 28, 29 e 30, que continham parâmetros SER específicos a indústrias. Esses parâmetros não são fatores fundamentais de rating e podem mudar ao longo do tempo. Atualizaremos essas tabelas e as republicaremos no “*Guidance: Corporate Methodology*”. Também corrigimos a referência a essas tabelas no parágrafo 85 e atualizamos os artigos relacionados.
- Em 4 de dezembro de 2019, republicamos este artigo com mudanças não materiais. Especificamente, excluímos uma frase no parágrafo 7 que apresentava um exemplo que não constitui texto do critério, esclarecemos o parágrafo 124, atualizamos o título da tabela 26 e atualizamos as referências de critérios.
- Em 30 de abril de 2020, republicamos este critério com mudanças não materiais: 1) Esclarecemos os parágrafos 7, 64, 71, 83, 103, 123 e 124 para refletir o fato de que parte do conteúdo anterior de artigos de KCF arquivados foram subsequentemente incluídos na “*Guidance: Corporate Methodology*”; 2) no parágrafo 123, reformatamos e esclarecemos o uso das tabelas de volatilidade padrão e média; 3) acrescentamos o Apêndice G, “Critérios Específicos do Setor”, no qual consolidamos os critérios específicos do setor para empresas de infraestrutura do mercado financeiro (FMI), na sigla em inglês) e empresas financeiras de serviços financeiros (FSFCs) (os critérios no Apêndice G eram apresentados previamente nos artigos de KCF de FMI e FSFCs, que foram arquivados); 4) na tabela 27 do Apêndice B, atualizamos a lista de subsetores da indústria de mídia e entretenimento – especificamente, excluímos feiras, listas telefônicas/catálogos, e

ferramentas de busca pela internet como subsetores por não terem representação relevante em nosso universo avaliado, e combinamos vários subsetores similares em mídia e entretenimento em nosso atual universo avaliado para simplificar a orientação específica ao setor; 5) atualizamos a seção “Artigos Relacionados”, incluindo artigos de critérios citados no Apêndice G.

Setores abrangidos no escopo deste critério desde a publicação original:

- Cooperativas agrícolas, após a publicação do “*Key Credit Factors For Agricultural Cooperatives*”, em 17 de março de 2015;
- Entidades engajadas em atividades de trading de commodities que geram menos de 70% da receita projetada a partir desta atividade, após a publicação da metodologia “*Commodities Trading Industry Methodology*”, publicada em 19 de janeiro de 2017;
- *Master limited partnerships e general partnerships of master limited partnerships trading* após a publicação da “*Methodology: Master Limited Partnerships And General Partnerships*”, em 22 de setembro de 2014; e
- Empresas de arrendamento de equipamentos de transporte e de locação de veículos, após a publicação dos “*Principais fatores de crédito para a indústria de leasing operacional*”, em 14 de dezembro de 2016.

## **PUBLICAÇÕES RELACIONADAS**

### **Critérios substituídos**

- Companies Owned By Financial Sponsors: Rating Methodology, 21 de março de 2013
- Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, 18 de setembro de 2012
- How Stock Prices Can Affect An Issuer's Credit Rating, 26 de setembro de 2008
- 2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology, 15 de abril de 2008
- Credit FAQ: Knowing The Investors In A Company's Debt And Equity, 4 de abril de 2006

### **Critérios Relacionados**

- Critério Geral: Metodologia de rating de grupo, 1º de julho de 2019
- Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes, 1º de abril de 2019
- Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas, 28 de março de 2018
- Metodologia de estrutura de capital ajustado pelo risco, 20 de julho de 2017
- Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo, 7 de dezembro de 2016
- Ratings de Entidades Vinculadas a Governos (GREs, na sigla em inglês para Government-Related Entities): Metodologia e Premissas, 25 de março de 2015
- Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais, 16 de dezembro de 2014
- Tratamento de financiamento com capital próprio não ordinário em empresas não financeiras, 29 de abril de 2014
- Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País, 19 de novembro de 2013
- Metodologia: Risco da indústria, 19 de novembro de 2013
- Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas, 19 de novembro de 2013
- Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras, 13 de novembro de 2012
- Critério para atribuição de ratings 'CCC+', 'CCC', 'CCC-' e 'CC', 1º de outubro de 2012
- Bancos: Metodologia e Premissas de Rating, 9 de novembro de 2011
- Princípios dos Ratings de Crédito, 16 de fevereiro de 2011

- Perfis de crédito individuais (Stand-Alone Credit Profiles ou SACP): Componente de um rating, 1º de outubro de 2010

## **Documentos de Orientação Relacionados**

- Guidance: Corporate Methodology, 1º de julho de 2019
- Guidance: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, 1º de julho de 2019

Este critério representa a aplicação específica de princípios fundamentais que definem o risco de crédito e as opiniões de ratings. Seu uso é determinado por atributos específicos do emissor ou da emissão, bem como pela avaliação de crédito da Standard & Poor's Ratings Services e, se aplicável, por riscos estruturais a um dado rating de emissor ou de emissão. A metodologia e premissas podem mudar periodicamente como resultado das condições de mercado e econômicas, fatores específicos do emissor ou emissão, ou de nova evidência empírica que afete nosso julgamento de crédito.

Copyright© 2020 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, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada 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 COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser 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 permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se 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 na [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (gratuito), e [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).

#### **Austrália**

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).