

INTRODUÇÃO

O Rating de Emissões consiste em uma medida da capacidade de pagamento de uma empresa em relação a uma obrigação financeira específica – ou, inversamente, o risco de não pagamento desta -, seja de uma emissão representada por um título de dívida ou um valor mobiliário, seja até mesmo por uma obrigação decorrente de um contrato.

Este tipo de rating abrange obrigações devidas por empresas não-financeiras em geral e a abordagem analítica adotada segue aquela apresentada no documento “Metodologia de Rating Corporativo”, o qual o deve ser lido e considerado de forma complementar ao presente.

Basicamente, a abordagem analítica para este tipo de classificação difere para emissões com garantias e sem garantias, da forma apresentada adiante.

ABORDAGEM ANALÍTICA PARA EMISSÕES SEM GARANTIAS

A análise realizada para emissões sem garantia contempla, essencialmente, os mesmos critérios utilizados em um rating corporativo. No entanto, a análise se dá especificamente para a dívida objeto do rating, considerando, dessa forma, o grau de senioridade desta (se é uma dívida com prioridade ou se consiste em uma dívida subordinada), que pode determinar um risco maior ou menor para seus credores.

O rating para uma dívida / emissão corporativa sem garantias resulta de testes de sensibilidade de fluxo de caixa para o seu pagamento. Portanto, a análise de fluxo de caixa projetado, no horizonte de vencimento da emissão, é parte essencial da avaliação.

Ressalte-se que também faz parte desta análise a avaliação e a ponderação do risco de crédito transmitido pelo agente de liquidação (instituição financeira), embora este acabe tendo, geralmente, pouca influência na classificação final atribuída.

ABORDAGEM ANALÍTICA PARA EMISSÕES COM GARANTIAS

Para a atribuição de uma classificação de risco de crédito para uma emissão com garantias reais e/ou fidejussórias, a Austin Rating adota, inicialmente, a mesma abordagem utilizada para as emissões sem garantia. Isto é, via de regra, faz uma análise corporativa aprofundada, baseada em aspectos quantitativos e qualitativos, e realiza testes de sensibilidade de fluxo de caixa para o pagamento daquela dívida específica, estressando as premissas.

Ainda de igual modo ao realizado na análise de emissões sem garantia, é feita a avaliação do risco eventualmente transmitido pela instituição onde a operação é liquidada, porém, é acrescida a esta a análise dos riscos de crédito e operacionais que possam vir a ser transmitidos por outros agentes envolvidos em emissões deste tipo (isto é, com colateral), notadamente a instituição que domicilia contas vinculadas eventualmente existentes, os estruturadores e agentes fiduciários e de garantias em geral.

Após a análise da capacidade de pagamento de um emissor – ou seja, da capacidade de pagamento deste com os fluxos de caixa gerados em sua operação e de suas fontes de financiamento -, a Austin Rating faz uma análise criteriosa para a definição do reforço de crédito efetivamente proporcionado pelas garantias vinculadas à obrigação em análise, conjugando a esta, obviamente, uma análise igualmente rigorosa do ambiente de controles proporcionado pelos agentes externos envolvidos (agente fiduciário e agente de garantias), assim como a segurança jurídica existente.

Algumas emissões avaliadas pela Austin Rating são realizadas por empresas que não projetam fluxos durante o prazo da emissão, como holdings patrimoniais e/ou não-operacionais ou empresas pré-operacionais, por exemplo. Nestes casos, essa agência busca avaliar, primeiramente, a capacidade financeira do grupo econômico e/ou dos sócios do emissor, ainda que esses não sejam devedores solidários.

Em caso de empréstimos do tipo ponte, é avaliado também se há, de fato, uma linha de financiamento mais longa e compatível com a expectativa de geração de caixa da emissora em processo de contratação e qual o estágio e a chance de concretização (da entrada efetiva desses recursos).

De modo geral, em emissões de empresas sem perspectiva de geração de caixa interna suficiente no prazo da emissão, a avaliação se dá de forma ainda mais rigorosa sobre as garantias, dado que sua ponderação é maior. Assim, a cobertura proporcionada pelas garantias reais (principalmente imobiliária) deve ser muito elevada e estar associada à expectativa de entrada de recursos de fontes externas e/ou à presença de fianças ou seguros, a fim de proporcionar uma classificação moderada e/ou de baixo risco.

Na medida em que os ratings de emissões representam estimativas de risco de inadimplência do emissor – e não de risco de perda do investimento –, a avaliação realizada sobre as garantias recai, primordialmente, sobre sua contribuição para a liquidez do emissor e, secundariamente, como estímulo à vontade de pagar deste. Contudo, como o critério geral utilizado pela Austin Rating para a definição de *default* de emissões é o atraso acima de 90 (noventa) dias de qualquer parcela ou do total da dívida e/ou de 3 (três) parcelas acumuladas, a avaliação da recuperação após a inadimplência é analisada dentro deste prazo (até 90 dias).

Abaixo são apresentadas as garantias tipicamente vinculadas a emissões avaliadas pela Austin Rating, e são apresentados os principais critérios e ponderações realizados ao avaliá-las no contexto da atribuição de uma classificação.

Recebíveis

A análise da garantia de recebíveis (direitos creditórios) para emissões foca-se em critérios básicos relacionados ao volume dessa garantia em relação à dívida – isto é, da margem de cobertura em relação à emissão e/ou às parcelas de juros e principal – e à liquidez desses recebíveis, o que depende, invariavelmente, da performance da emissora (ou cedente) ou de eventual garantidor solidário e da qualidade de crédito do devedor ou dos devedores (sacados), que tendem a ser os contratantes dos serviços ou os compradores de produtos do emissor ou de garantidores eventuais.

Ao avaliar este tipo de garantia e definir sua contribuição para o rating final de uma emissão, a Austin Rating se apoia fortemente nos mesmos critérios para avaliação de lastro apresentados na “Metodologia de Rating de Securitização”, cuja leitura é fortemente recomendada.

Em linhas gerais, os analistas da Austin Rating observam as características da carteira e do(s) contrato(s) cedido(s), sendo bem vistos, entre outros fatores, a pulverização em torno de clientes, a diversificação regional e setorial desses e o baixo nível de comprometimento de renda (quando tratar-se de crédito a pessoa física) ou a boa capacidade de pagamento do contratante (para pessoas jurídicas). Também são analisados os prazos das carteiras cedidas e os eventuais incentivos à vontade de pagar dos devedores. Quando trata-se de uma carteira concentrada em poucos ou em um único contrato, a Austin Rating aplica sobre os devedores do contrato / recebível em garantia, basicamente, os mesmos critérios adotados para a avaliação de risco corporativo.

A cessão de recebíveis a performar (ou seja, que dependem da performance da cedente) costuma ter pouca contribuição para uma classificação, na medida em que remete ao risco da própria emissora, quando esta é a cedente de fato. Também exerce peso negativo a presença da própria cedente na cobrança dos créditos, visto que isto implica em maior risco de fungibilidade.

Os controles empregados e a qualidade dos participantes, especialmente do *servicer* ou do agente de garantias, são essenciais em estruturas que contemplem carteiras pulverizadas, não somente quando tais carteiras são fonte de pagamento principal para uma emissão, mas também quando servem apenas como fonte de liquidez secundária.

Desde que desfrute de bons controles e que haja segregação do risco do emissor, que sua constituição esteja amparada por instrumento de cessão fiduciária e haja a possibilidade de auditoria ou verificação por

agente independente antes da cessão, este tipo de garantia costuma ter boa contribuição para uma classificação.

Imóveis

Ao avaliar operações dotadas de garantias de imóveis, a Austin Rating se certifica sobre a condição jurídica do ativo em questão, se este está livre de ônus e gravames, e se não há qualquer tipo de contestação quanto à sua propriedade, o que, geralmente, se dá por meio de análise jurídica prévia feita por escritório de advocacia contratado pelo emissor e, eventualmente, por consultores jurídicos próprios.

A alienação fiduciária é mais valorizada em relação à hipoteca, mesmo que esta seja em primeiro grau de prioridade. Isto ocorre porque a alienação confere aos credores a propriedade fiduciária dos ativos, o que abre pouca margem para discussões quanto a tal propriedade e tende a tornar a execução ou a retomada de posse mais célere.

Como a avaliação própria do valor do imóvel não faz parte do escopo da Austin Rating, a análise se apoia, obrigatoriamente, em laudos de avaliação emitidos recentemente (até 6 meses de defasagem, em geral) por empresas especializadas.

Nesse sentido, são avaliadas, a priori, a reputação, a qualificação e a independência do avaliador, bem como se a avaliação seguiu os processos corretos e se a metodologia utilizada foi a mais apropriada.

Em geral, essa agência tende a considerar apenas laudos que apresentem valores de mercado por meio de método comparativo, a não ser em situações bastante específicas em que não existir, de fato, ativos semelhantes para estabelecer comparativos, e, mesmo assim, há a orientação para que os analistas se certifiquem de que os valores estão baseados em análise cuidadosa e amparados por projeções com estimativa de concretização minimamente razoável.

Muitas vezes, os analistas da Austin Rating entram em contato com os avaliadores e, sempre que possível, comparam os valores apontados em laudos a valores apresentados por fontes públicas (pesquisas imobiliárias), a valores apresentados em outras análises realizadas e até mesmo a valores contábeis apresentados em balanços patrimoniais, o que é mais conservador. Quando um laudo de imóvel é apresentado pelo método involutivo, busca-se saber se há o projeto de incorporação já aprovado para sustentar tais valores e se a região onde está localizado comporta, de fato, o lançamento de tal empreendimento.

A contribuição mais efetiva de um imóvel para uma classificação depende, grosso modo, de sua cobertura em relação à dívida ou, de modo inverso, da representatividade da dívida (corrigida ao longo da vigência da emissão) em relação ao valor do imóvel – ou seja, do *Loan to Value* – LTV -, uma vez que esse índices dão a medida de incentivo existente à vontade de pagar de um emissor.

A contribuição da garantia para o rating de uma emissão depende, paralelamente, de sua liquidez efetiva, de tal modo que a Austin Rating busca sempre averiguar e ponderar tais índices de cobertura pelo valor de liquidação forçada apontado em laudo ou, quando na ausência desse valor em laudo, em geral por cerca de 50% a 70% do valor de mercado apontado em laudo, a depender do tipo de imóvel. Para que as emissões obtenham classificações de risco baixo a moderado, o LTV, ajustado dessa forma, deve ficar abaixo de 50,0%.

No tocante à liquidez, cabe salientar que, na visão da Austin Rating, quanto maior o valor do imóvel, menor tende a ser sua liquidez, o que, portanto, implica em considerar taxas de desconto maiores para a liquidação forçada desses bens. Imóveis rurais e urbanos também tendem a ter tratamentos diferentes na análise. Imóveis operacionais, como plantas industriais e hospitais, por exemplo, tendem a ser pouco considerados para o rating final de uma emissão, dado que são ativos de difícil execução e de baixíssima liquidez, em muitos casos. Em alguns casos específicos, todavia, esses ativos podem ser tratados de maneira diversa, especialmente quando os imóveis não possuem finalidade específica (imóveis multiuso ou facilmente

adaptáveis a outras), como galpões e armazéns. Nesses casos, as justificativas para a maior ponderação são apresentadas nos relatórios de rating das emissões classificadas.

De modo geral, um imóvel pode ter contribuição significativa para o rating de uma emissão ou até mesmo ser a principal fonte de suporte da classificação dessa, especialmente em casos de obrigações em que o emissor não projeta fluxos no prazo de vencimento da emissão (empréstimos ponte, por exemplo).

Fundos de Reserva de Liquidez e de Obras

Diversas emissões apresentam, no rol de garantias, fundos de reserva de liquidez e de obras. Esses fundos são formados com os objetivos de, respectivamente, reduzir o risco de liquidez para o pagamento de parcelas de juros e principal e de garantir a execução de obras, quando aplicável, e são muito bem vistos e considerados nas emissões em que estão presentes, especialmente quando conseguem efetivamente mitigar os riscos para os quais servem de proteção.

Na análise de emissões que desfrutam desse tipo de garantia, a Austin Rating observa a qualidade de crédito e a liquidez dos títulos onde estarão alocados esses recursos, bem como a qualidade da instituição que fará a sua gestão, pois, além do adequado volume de recursos, a liquidez dessas garantias é sempre um fator fundamental para a sua efetiva contribuição para um melhor rating de crédito.

Avais e Fianças

Algumas emissões podem contemplar garantias representadas por avais, cartas de fiança ou algum tipo de coobrigação solidária. No caso de uma operação que envolva esse tipo de reforço de crédito, a Austin Rating faz uma avaliação do perfil de crédito do fiador / avalista (solidário), e o rating da operação poderá ser influenciado pela qualidade de crédito (rating) deste.

Na maioria das transações avaliadas pela Austin Rating, partes ligadas ao próprio emissor oferecem algum tipo de garantia fidejussória (coobrigação / fiança). Nesse caso, a não ser que esta parte possua uma qualidade creditícia individual superior àquela do próprio emissor, esta garantia não exerce outro efeito senão aquele de servir como mostra de maior comprometimento do grupo econômico e de seus sócios.

No caso de fiança bancária, o efeito sobre o rating limita-se ao valor coberto e ao fato de que essa precisa ser renovada anualmente; e, geralmente, o pagamento para tal renovação depende do próprio emissor.

Seguros

Algumas operações podem contar com seguros financeiros, visando cobrir riscos operacionais e pré-operacionais. Em operações que envolvem esse tipo de reforço de crédito, a Austin Rating faz uma avaliação da capacidade da seguradora e da resseguradora de honrarem o compromisso na eventualidade do sinistro. O risco desses participantes é ponderado no rating atribuído.

Outras Garantias

Outras garantias presentes em emissões são dividendos, ações, estoque e outros bens e equipamentos da emissora ou de partes relacionadas. Geralmente, essas garantias possuem pouca contribuição para uma classificação e, quando possuem algum efeito, estão associadas à comprovação de valor por meio de laudos de empresas independentes ou à presença de empresas especializadas em controles de garantias de estoque, por exemplo.