

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)  
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD – ADM)

Fernanda Jacques Codorniz

ANÁLISE DE CRÉDITO CORPORATIVO –  
DESENVOLVIMENTO E APLICAÇÃO DE UMA FERRAMENTA  
DE *CREDIT RATING*

PORTO ALEGRE  
2006

Fernanda Jacques Codorniz

ANÁLISE DE CRÉDITO CORPORATIVO –  
DESENVOLVIMENTO E APLICAÇÃO DE UMA FERRAMENTA  
DE *CREDIT RATING*

Trabalho de conclusão de Curso de Graduação  
apresentado ao Departamento de Ciências  
Administrativas da Universidade Federal do Rio  
Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção  
do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

PORTO ALEGRE  
2006

Dedico este trabalho a toda minha família que me deu o suporte necessário para que eu chegasse até aqui. Dedico ainda em especial ao primo Hilton Jacques Neto (in memoriam) que contribuiu nos questionamentos iniciais deste trabalho.

Agradeço à Standrad & Poor's do Brasil e ao Serasa pela pronta disponibilização das informações utilizadas neste trabalho. Agradeço ainda pelo apoio do orientador Gilberto de Oliveira Kloeckner e à colega Caroline Araújo De Lucca, que foi incansável no envio de artigos afins ao trabalho.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Balanço padronizado.....	39
Figura 2 – Tipos de estrutura e situação financeira.....	44
Figura 3 – Índices mais significantes e sua medida.....	48
Figura 4 – Índices mais empregados e sua importância.....	50
Figura 5 – Classes de risco conforme resolução 2.682/99.....	56
Figura 6 – Classes de risco com base nos dias em atraso.....	58
Figura 7 – Classificação fornecida pelas empresas Standard&Poor's e Moody's...	60
Figura 8 – Relação de empresas analisadas.....	65
Figura 9 – Critérios da avaliação.....	68
Figura 10 – Ponderação índice segmento.....	68
Figura 11 – Classificação de <i>ratings</i> quanto á classe de risco.....	69
Figura 12 – Resultados obtidos.....	70

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	13
1.2 JUSTIFICATIVA.....	15
1.3 OBJETIVOS.....	16
<b>1.3.1 Objetivo geral.....</b>	<b>16</b>
<b>1.3.2 Objetivos específicos.....</b>	<b>16</b>
<b>2 REVISÃO TEÓRICA.....</b>	<b>18</b>
2.1 CRÉDITO.....	19
<b>2.1.1 Caráter.....</b>	<b>21</b>
<b>2.1.2 Capacidade.....</b>	<b>21</b>
2.1.2.1 Estratégias da Empresa.....	22
2.1.2.2 Estrutura organizacional.....	23
2.1.2.3 Pesquisa e desenvolvimento.....	24
2.1.2.4 Idade e porte das empresas.....	24
<b>2.1.3 Condições.....</b>	<b>25</b>
2.1.3.1 Ramos de atividade.....	25
2.1.3.2 Sazonalidade.....	26
2.1.3.3 Moda e essencialidade.....	26
2.1.3.4 Região geográfica.....	27
<b>2.1.4 Capital.....</b>	<b>27</b>

<b>2.1.5 Colateral.....</b>	<b>28</b>
<b>2.1.6 Conglomerado.....</b>	<b>29</b>
2.2 CRÉDITO CORPORATIVO.....	29
2.3 ANÁLISE DE CRÉDITO.....	31
<b>2.3.1 Análise retrospectiva.....</b>	<b>32</b>
<b>2.3.2 Análise de tendências.....</b>	<b>32</b>
<b>2.3.3 Capacidade creditícia.....</b>	<b>33</b>
<b>2.3.4 Histórico de pagamentos.....</b>	<b>33</b>
<b>2.3.5 Protestos e outros desabonos.....</b>	<b>34</b>
<b>2.3.6 Convênios e fontes de informação.....</b>	<b>35</b>
2.4 ANÁLISE QUANTITATIVA.....	37
<b>2.4.1 Modelo de análise dinâmica.....</b>	<b>38</b>
2.4.1.1 Tipos de estrutura financeira.....	44
<b>2.4.2 Análises horizontal e vertical.....</b>	<b>46</b>
<b>2.4.3 Análise por meio de índices.....</b>	<b>47</b>
2.4.3.1 Índices de liquidez ou solvência.....	50
2.4.3.2 Índices de rentabilidade.....	51
2.4.3.3 Índices de estrutura ou endividamento.....	52
2.4.3.4 Indicadores de atividade.....	53
2.5 RISCO DE CRÉDITO.....	54
2.6 RATINGS DE CRÉDITO.....	55
<b>2.6.1 Agências internacionais de <i>rating</i>.....</b>	<b>59</b>
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>63</b>
3.1 AMOSTRA.....	64
3.2 VARIÁVEIS.....	65
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>70</b>

<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>74</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>76</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As empresas brasileiras sobrevivem em um contexto de autêntica guerra comercial, em que a continuidade dos negócios dependem, em grande parte, da sua capacidade em fazer frente às constantes mudanças nos ciclos econômicos e nas contingências provocadas pela globalização da economia, que ora as favorece e ora às põe em posição de risco. Novas ameaças surgem continuamente para os mais variados segmentos de negócios em um ambiente que evolui cada vez mais rápido.

As organizações tem que se adaptar constantemente a este novo ambiente e serem pró-ativas ante as demandas de um mercado em constante mudança. Também devem dedicar importantes recursos à pesquisa e desenvolvimento, adequar-se às inovações tecnológicas e buscar novos nichos de mercado. Tudo isso sem esquecer que para conquistar novos mercados e fidelizar os clientes, as companhias devem modernizar e atualizar seus produtos e serviços. Não obstante, os riscos a que estão expostas as empresas, tanto no âmbito econômico quanto financeiro, se refletem no equilíbrio financeiro que flutua segundo as mudanças provocadas pelo mercado, pela conjuntura econômica e sua estrutura financeira, colocando, muitas vezes, em perigo sua estabilidade patrimonial, bem como, sua continuidade.

A estratégia de um crescimento constante é vista por muitos dirigentes empresariais como a solução ideal para o complexo problema da perpetuidade de seu negócio, acreditando no aumento do tamanho de suas empresas como uma forma de sobrevivência darwiniana frente a um ambiente difícil e um contexto altamente competitivo. Para manter esse crescimento, as empresas, têm de investir tanto em seus ativos fixos como nos circulantes.

Esta estratégia condiciona a empresa ao incremento constante do volume de vendas e ao aumento de sua participação no mercado. Para alcançar este objetivos são necessárias políticas comerciais agressivas e uma gama de facilidades aos

compradores de bens e serviços, para resultar em um incremento significativo no faturamento.

De maneira geral, a concessão de créditos comerciais elevados por parte da empresa fornecedora aos seus clientes corporativos, é visto como uma condição *sine qua non*, na maioria das empresas, na convergência de esforços para aumentar o volume de vendas. Segundo esta visão, a concessão liberal de crédito tem como conseqüências a evolução positiva do faturamento e a fidelização da clientela.

Se por um lado, o crédito corporativo permite à empresa compradora desenvolver suas atividades com um mínimo de recursos financeiros, já que podem contar com o financiamento espontâneo – e gratuito – dos administradores e fornecedores dos bens e serviços. Por outro, a concessão de crédito implica em uma maior exposição da empresa provedora ao risco inerente do crédito (o não-pagamento) e implica em aplicação de recursos de provisão para possíveis perdas.

Ainda assim, a concessão de crédito corporativo é utilizada pela grande maioria das empresas em suas relações comerciais e os riscos envolvidos neste tipo de transação, suscitam as mesmas a terem dentro de sua estrutura uma área especializada na análise de crédito corporativo. Os métodos de análise empregados nesses departamentos, bem como, sua eficácia na determinação da possibilidade de adimplência, são o foco deste estudo, que desenvolve e aplica uma ferramenta de *credit rating* verificando se os parâmetros e índices de análise utilizados vão ao encontro do conceito “de mercado”; este, aqui representado pelos pareceres de *rating* da Standard & Poor's.

## 1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O risco de crédito é uma modalidade de risco que impacta significativamente na saúde financeira das empresas uma vez que se reflete diretamente na probabilidade de receber ou não o pagamento por mercadoria vendida ou serviço prestado. Em um ambiente de negócios B2B (entre instituições), a análise de crédito corporativo adquire maior destaque e importância no intuito de minimizar o risco de não-recebimento.

Diante do problema de análise de risco, instituições financeiras se especializaram na tarefa de avaliação de proponentes ao crédito e agências classificadoras desenvolveram sistemas de análise e classificação de risco, elaborando classes de *ratings*, alocando sobre uma mesma denominação créditos que apresentam características semelhantes entre si quanto ao risco de crédito.

A evolução das ferramentas de análise de crédito ocorrida nas instituições financeiras e agências classificadoras não se desenvolveram da mesma forma dentro das empresas devido ao fato de que a atividade não concerne o objeto da empresa. Contudo, o cenário econômico nacional instável, dentre outras razões causadoras da inadimplência, chamaram a atenção das empresas ao fato e desencadearam a necessidade da realização de análise de crédito dos clientes corporativos. A diferença, porém, entre a análise de crédito realizada por uma instituição financeira e a realizada por uma empresa é a qualidade e fonte de informações. Enquanto uma instituição financeira conta com informações fornecidas pelo proponente que, na maioria das vezes, é correntista da instituição, a acurácia e veracidade dessas informações são consideravelmente maiores que as informações públicas obtidas pelas empresas quando da análise de crédito corporativo.

Neste trabalho é desenvolvida uma ferramenta de *credit rating*, sob o enfoque de análise de crédito corporativo, quanto à concessão de limite de crédito aos seus clientes, nas compras a prazo dos bens produzidos por esta empresa. Em um segundo momento esta ferramenta é implementada e aplicada à análise de 23 grandes empresas atuantes no mercado nacional, nos mais diversos segmentos na intenção de verificar se os analistas de crédito de empresas conseguem identificar, a

partir das informações disponíveis, se um determinado cliente representa risco de crédito.

Ainda neste estudo, a título de aplicação da ferramenta, são contrastados os resultados obtidos através da análise via ferramenta com os ratings atribuídos pela Standard & Poor's no intuito de verificar se o produto obtido pela análise vai de encontro ao conceito "de mercado" para o mesmo grupo de empresas.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

A gestão adequada do risco de crédito por parte das empresas é motivada por dois fatores: em primeiro lugar, no intuito de minimizar a exposição ao risco a clientes em situação financeira desfavorável, minimizando assim o risco de não-recebimento e reduzindo os dias em atraso dos pagamentos. Em segundo lugar, a partir da análise de crédito dos clientes, poder classificá-los quanto ao risco e, utilizando essas classificações juntamente com a experiência de pagamentos para alocar e definir valores para a conta de provisão para liquidações duvidosas. O foco no crédito e na sua contraparte, o risco de crédito, é crescente, tanto sob o enfoque da rentabilidade para a instituição quanto por seu impacto na gestão dos negócios, quando mal administrados.

No intuito de contribuir para um melhor entendimento sobre o assunto, pretende-se realizar um estudo de caso de análise de crédito de 23 empresas nacionais de grande porte, através dos modelos de análise de crédito corporativo propostos por agências classificadoras de crédito e baseado na experiência de análise de crédito corporativo em empresas.

## 1.3 OBJETIVOS

A seguir são apresentados os objetivos geral e específicos deste trabalho:

### 1.3.1 Objetivo geral

Desenvolver e aplicar uma ferramenta de *credit rating*, com base nos conceitos de análise de crédito propostos pelos autores da área, aliado à experiência de crédito em instituições financeiras e indústria, baseando-se única e exclusivamente em informações públicas.

### 1.3.2 Objetivos específicos

- Estabelecer índices e indicadores financeiros como critérios que possibilitem a análise de clientes corporativos.
- Desenvolver uma ferramenta de *credit rating* utilizando-se os critérios escolhidos e aplicá-la na análise de 23 empresas brasileiras atuantes em segmentos variados.
- Comparar a classificação de *rating* resultante da análise feita durante o estudo com as classificações / pareceres emitidos pela agência de *rating Standard&Poor's* para o mesmo universo de empresas.

- Aplicar a ferramenta através da análise dos resultados obtidos.

## **2 REVISÃO TEÓRICA**

A aplicação dos conceitos de crédito é universal, não abrangendo somente instituições financeiras, mas sendo integralmente utilizados pelas áreas de crédito e cobrança das empresas comerciais e industriais, quando da definição de um limite de crédito para seus clientes, especificamente o quanto à empresa deseja vender a prazo a estes clientes.

Em um marco estritamente teórico, as empresas prefeririam efetuar todas as vendas à vista – as que podem, com certeza o fazem – mas na prática são poucas as privilegiadas, que por razões de mercado, exclusividade de seus produtos ou tecnologia de ponta pode exigir o pagamento imediato de seus bens e serviços. As empresas sabem que os clientes não tomam a decisão de compra somente baseados na qualidade dos produtos e serviços oferecidos ou no preço por si só, sendo também o prazo e condições de pagamento fatores determinantes no fechamento das operações mercantis.

As condições de pagamento são com muita freqüência um elemento decisivo para fechar a venda e o volume de negócios de uma companhia pode aumentar consideravelmente graças à concessão de crédito aos clientes (BRACHFIELD, 2003, p. 24).

## 2.1 CRÉDITO

Como este trabalho visa tratar sobre análise de crédito, é pertinente discorrer sobre o que é crédito e as implicações quando da análise de possibilidade de concessão de crédito.

Segundo Schrickel (1997, p. 21), crédito é todo ato de vontade ou disposição de alguém em destacar ou ceder, temporariamente, parte de seu patrimônio a um terceiro, com a expectativa de que esta parcela volte a sua posse integralmente, depois de decorrido o tempo estipulado. Esta parte do patrimônio pode estar caracterizada sob forma de dinheiro (empréstimo monetário) ou bens (empréstimos para uso, ou venda com pagamento parcelado ou a prazo).

O autor ressalta ainda que a concessão de crédito deve seguir algumas premissas, destacadas a seguir. Em primeiro lugar, o patrimônio a ser cedido deve ser próprio – as instituições financeiras não seguem, estritamente, este postulado uma vez que agem como agentes intermediadores de riquezas, devidamente autorizadas pelas autoridades monetárias.

Em segundo lugar, pelo fato de esta cessão patrimonial envolver expectativas quanto ao recebimento da parte cedida, é necessário reconhecer que qualquer crédito está associado à incerteza de recebimento, e por conseguinte à noção e risco. Logo, a todo crédito associa-se certa dose de risco.

Outros dois importantes componentes do crédito são as garantias e os juros. No intuito de tornar os riscos aceitáveis, os emprestadores, em geral, solicitam garantias de que a quitação do crédito será honrada. Sob a ótica da Lei, as garantias são aquelas previstas nas legislações civil e comercial, já sob a ótica do cedente, “as garantias associam-se à efetiva possibilidade de recebimento dos recursos emprestados” (SCHRICKEL, 1997, p. 23).

Não obstante existam empréstimos não onerosos àquele que recebe o bem, normalmente o empréstimo vem acompanhado de um “preço remuneratório” a ser pago pelo tomador ao emprestador, este preço, também denominado taxa de juros é

cobrado no sentido de compensar os riscos assumidos pelo prestador quanto a possível perda ou deterioração de parte de seu patrimônio. Destacamos que, neste estudo não serão abordadas as questões de juros uma vez que no crédito corporativo a intenção da empresa não é de obter remuneração sobre o crédito, mas valer-se da ferramenta de crédito como facilitador na aquisição dos bens oferecidos por esta ao seu cliente.

Por último, sendo o crédito um ato de vontade, sempre caberá ao cedente do patrimônio, seu titular ou, popularmente, seu dono a decisão de cedê-lo ou não, eis quando a análise de crédito surge como ferramenta na avaliação de concessão de crédito.

Dentre os papéis relevantes do crédito, conforme a doutrina de Silva (2003, p. 68), estão a possibilidade de as empresas aumentarem seu nível de atividade, no estímulo do consumo e por sua vez influencia a demanda, no auxílio à moradia, aquisição de bens e até mesmo alimentos bem como facilitador na execução de projetos para os quais as empresas não dispunham de recursos próprios suficientes.

Silva (2003, p. 78), afirma ainda que os chamados C's do crédito (Caráter, Capacidade, Condições, Capital e Colateral) contêm as variáveis associadas ao risco do cliente que podem vir subsidiar a classificação do risco (*rating*) envolvido na operação. Em conformidade com Weston e Brigham<sup>1</sup>, (apud Silva, 2003) os cinco C's consistem em:

### **2.1.1 Caráter**

Silva (2003, p. 79) qualifica caráter como a intenção do tomador em honrar a promessa de pagamento. Neste ponto é de relevância a experiência de pagamento que a instituição já possui em relação ao proponente de crédito e quando ainda não existe a experiência através da consulta junto á bancos e outras instituições que possuem relacionamento com o mesmo. Cabe enfatizar que pode haver atraso na

---

<sup>1</sup> WESTON, J. Fred, BIRGHAM, Eugene P. Managerial finance. New York: Holt, 1972.

quitação do crédito e ainda assim não significar problema de caráter, como veremos mais adiante. Por outro lado, poderíamos verificar a situação em que o tomador não tenha a intenção de pagar, mas devido a dependência da continuidade do negócio o mesmo se veja obrigado a realizar o pagamento. Deve-se levar em conta ainda que um determinado tomador é honesto e pontual em seus pagamentos até o ponto que o deixa de ser, ou seja, a previsibilidade de não-pagamento da dívida é muito pequena, contudo os dados relativos ao passado ainda são instrumentos úteis na tomada de decisão de crédito, uma vez que vem a ser os únicos dados concretos e factíveis. Esta é a razão para as instituições que concedem crédito manterem registros relativos ao comportamento de crédito de seus tomadores.

### **2.1.2 Capacidade**

A capacidade administrativa discorrida por Silva (2003, p. 79) está diretamente relacionada ao gerenciamento da empresa como um todo, especialmente quanto à visão de futuro da organização, contemplando as estratégias da direção, investimentos e preocupação com pesquisa e desenvolvimento bem como a estrutura organizacional em si.

Silva (2003, p. 79) relaciona o conceito de capacidade aos fatores que contribuem para a empresa ser competente e competitiva, traduzida na habilidade do grupo de gestores em gerir estratégica e operacionalmente os negócios da empresa. Estas ações, quando coordenadas no sentido dos objetivos da empresa, facilita sua condição de ser capaz de pagar suas dívidas.

A análise de capacidade envolve certa subjetividade e nem sempre é fácil de ser analisada uma vez que não contemplam somente a capacidade física (que pode facilmente ser identificada através de visita à empresa), mas concerne também a visão estratégica, o potencial da administração e suas habilidades, itens de difícil mensuração.

Segundo Silva (2003, p. 80), a globalização da economia, otimização de processos produtivos, tecnologia da informação e meios de logística são variáveis que também devem ser consideradas na capacidade, pois possibilitam rápidas mudanças no desempenho e na solidez da empresa que está sendo analisada.

#### 2.1.2.1 Estratégias da empresa

A análise do ambiente macro em que a empresa se situa no que se refere às decisões estratégicas da empresa é de grande relevância e merece atenção do analista de crédito. Na aplicação deste conceito na prática deve ser considerado o segmento de atuação da empresa, as tecnologias e desenvolvimentos do setor. Em uma empresa de alimentos, como exemplifica Silva (2003, p. 88), o fato de que a alimentação é de fundamental importância para a humanidade e que a mesma vem crescendo a grandes taxas, a carência de alimentos tende a ser ainda maior. Ao mesmo tempo, a engenharia de alimentos e a genética vem desempenhando, em conjunto, importantes descobertas neste segmento e as empresa que não estiverem familiarizadas ou, no mínimo, informadas sobre esses avanços tendem a perder espaços nestes mercados.

Em visitas e entrevistas de crédito é possível obter ou ao menos “captar” tendências das decisões estratégicas das empresas e seus conseqüentes impactos na estrutura da empresa.

#### 2.1.2.2 Estrutura organizacional

Silva (2003, p. 89) alega que o conhecimento da estrutura básica da empresa auxilia o analista na consolidação dos conceitos a respeito da empresa. Conforme

os preceitos do autor, no que concerne a produção, deve-se avaliar o parque industrial ou de tecnologia da empresa e compara-la à dos concorrentes, contrabalanceando o volume de investimentos versus a modernidade dos ativos imobilizados.

A organização da empresa quanto aos sistemas de informação favorece sua imagem por suprir a organização com informações de qualidade e desempenhando papel de ferramentas que proporcionam decisões mais seguras e eficazes.

Silva (2003, p. 89) defende que a análise de estratégia mercadológica também deve ser levada em consideração, principalmente nos casos de verticalização ou horizontalização de processos produtivos, que interferem tanto na posição da empresa frente ao mercado quanto nos custos de produção.

Aspectos relevantes tais como preço e promoções merecem atenção, segundo o autor, quando os analistas têm acesso a estas informações uma vez que são importantes indicadores da estratégia da empresa. Além disso, a utilização de técnicas de administração também deve ser observada como avaliação do nível de abertura da empresa para novas estratégias. Técnicas de Reengenharia, Qualidade Total e Balanced Scorecard estão cada vez mais presentes na vida das organizações.

### 2.1.2.3 Pesquisa e desenvolvimento

A velocidade das mudanças no meio organizacional, segundo Silva (2003, p. 91) tem acelerado o processo evolutivo dos segmentos, e as atividades que estão em permanente processo de transformação têm se modificado cada vez mais rápido. Para acompanhar as mudanças, a necessidade de um departamento direcionado para desenvolvimento e pesquisa tem se mostrado mais significativa. Empresas que estão preparadas tem maior probabilidade de serem lucrativas.

#### 2.1.2.4 Idade e porte das empresas

Conforme Silva (2003, p. 91) existem inúmeros estudos a cerca da relação entre tempo de constituição das empresas e insolvência, a maioria destes estudos aponta para as estatísticas de que quase 50% das ocorrências de insolvência ocorrem até nove após a fundação da empresa. Cabe atentar ainda para as empresas antigas que quebram após mudanças na administração.

Contudo, é importante ressaltar que empresas antigas também podem se tornar insolventes e que podem existir empresas de recente constituição saudáveis financeiramente.

#### **2.1.3 Condições**

As condições externas podem ser explicadas como fatores externos e macroeconômicos, ou seja, fatores sobre os quais a empresa não tem controle tais como a concorrência, flutuações econômicas e eventos naturais. Segundo Silva (2003, p. 92) “nesse macroambiente estão o governo, a globalização, bem como a natureza e a ecologia”, fazem parte também o comportamento do mercado de um modo geral, aquecimentos e desacelerações da economia e níveis de atividade das empresas.

Segundo a doutrina de Silva (2003, p. 92) as forças exercidas por esses fatores podem atuar tanto de forma positiva quanto negativa na realidade das empresas e a mensuração destas variáveis tem fundamental importância no desenho de um cenário em que o crédito será inserido.

### 2.1.3.1 Ramos de atividade

Existem ramos de atividade que são mais sensíveis a mudanças macroeconômicas do que outros, essa sensibilidade pode ser medida através do número de concordatas de empresas do ramo em determinado período, número de protestos e pedidos de falência.

Novamente salientamos que em segmentos desfavoráveis podem existir empresas em boa situação financeira e a recíproca é verdadeira: em segmentos consolidados e tradicionais podem existir empresas com dificuldades financeiras. O mais importante em relação aos ramos de atividade é, além de correlacioná-los, perceber que “em cada momento e de acordo com cada contexto pode-se avaliar a sensibilidade de cada segmento em face ao próprio contexto” (SILVA, 2003, p. 93).

### 2.1.3.2 Sazonalidade

Silva (2003, p. 95) discorre ainda que existem mercados em que a demanda por produtos depende de épocas específicas, é o caso de empresas que produzem somente sorvete ou dependem de cultura de frutas brotam somente em uma estação do ano. A análise deste tipo de segmento deve ser orientada para as medidas que a empresa toma no sentido de contornar os impactos da falta de insumos em parte do ano.

### 2.1.3.3 Moda e essencialidade

Em segmentos em que a moda tem influência, é importante analisar se os estoques estão atualizados, caso contrário não conseguirá vender sua produção, aliado á este fator estes segmentos, além de estar mais sujeitos ao modismo tendem a sofrer mais com a concorrência. Silva (2003, p. 95) alega ainda que o impacto dos fatores nas empresas depende também do seu porte e estrutura, bem como perfil do seu público consumidor.

### 2.1.3.4 Região geográfica

Em alguns casos, conforme ressalta Silva (2003, p. 97) os demonstrativos contábeis das empresas de determinada região relatam situações financeiras mais favoráveis do que empresas localizadas em outras regiões. Nesses casos, é conveniente conhecer os fatores que levam à baixa rentabilidade da região, sejam estes fatores tributários, patrimônio pessoal dos proprietários ou ramo de atividade que não apresenta prospecção naquela região.

### **2.1.4 Capital**

O Capital abrange a capacidade econômico-financeira da empresa tomadora de recursos e leva em consideração a situação patrimonial da proponente, dizendo

respeito aos bens e recursos disponíveis para saldar seus débitos. A doutrina de Silva (2003, p. 97) defende que esta mensuração se dá por meio da análise dos índices financeiros, englobando, é claro, uma visão mais abrangente do que simplesmente o valor contábil obtido através do cálculo dos mesmos.

Segundo o autor, a partir da análise dos demonstrativos financeiros obtêm-se informações valiosas quanto ao desempenho e a solidez das empresas, tratando-se de uma eficiente ferramenta na análise de crédito.

A análise de capital é meticulosa e determinante na tomada de decisão de crédito e é basicamente composta pela análise do balanço, ou demonstrações contábeis em conjunto com a capacidade de pagamento (fluxo de caixa).

### **2.1.5 Colateral**

O Colateral concerne às garantias da operação em função do risco que o tomador representa. Desse modo, quanto maior o risco, maior será a garantia solicitada ao tomador. “A garantia é uma espécie de segurança adicional” (SILVA, 2003 p. 98) é utilizada no sentido de contrabalançar os demais fatores de risco que a operação de crédito envolve.

O autor alega ainda que a oferta de garantias está diretamente relacionada à classificação de crédito da empresa sendo que empresas que apresentam uma excelente classificação podem chegar a fazer o processo no sentido inverso, solicitar demonstrativos financeiros do banco para verificar se o mesmo é sólido o suficiente para confiarem suas aplicações.

A incidência de solicitação de garantias para operações de crédito tende a aumentar com o prazo da operação, operações de longo prazo requerem garantias mais sólidas devido à incerteza que o futuro representa.

As garantias podem ser classificadas em reais ou pessoais. A garantia real é formada por um bem do patrimônio do tomador, que o mesmo destaca para garantir

o cumprimento da obrigação, podem ser realizadas através dos instrumentos de hipoteca, penhor e alienação fiduciária. Por sua vez, as garantias pessoais são caracterizadas pela promessa de pagamento de outrem em solidariedade ao tomador do crédito.

### **2.1.6 Conglomerado**

Em adição à classificação dos C's do crédito propostos por Weston e Birgham<sup>2</sup>, (apud Silva, 2003, p. 98) propõe ainda a inclusão do Conglomerado como variável do crédito. O Conglomerado refere-se a análise em conjunto do conglomerado de empresas cuja empresa proponente faça parte. Esta análise é aplicável em conjunto de empresas controladas por uma mesma holding, família ou grupo de pessoas e tem como objetivo visualizar a situação creditícia do grupo como um todo e as transações existentes entre as empresas que o compõem.

Como este procedimento pode-se verificar empresas que aparentemente possuem boa situação financeira fazem parte de um grupo que está em processo de deterioração financeira. Outro objetivo deste tipo de análise é verificar se não está havendo captação de recursos por uma das empresas com finalidade de repasse interno para as demais empresas do grupo, pratica que pode acarretar perigo para os credores.

## **2.2 CRÉDITO CORPORATIVO**

No comércio como na indústria, nos termos de Silva (2003, p. 63), o crédito assume papel de facilitador na venda, possibilitando ao cliente adquirir o bem de sua

---

<sup>2</sup> WESTON, J. Fred, BIRGHAM, Eugene P. Managerial finance. New York: Holt, 1972.

necessidade em forma facilitada de pagamento. Em alguns casos, se não é oferecida ao cliente a alternativa de crédito, a quantidade de compradores poderia ser em quantidade substancialmente menor e conseqüentemente o lucro do fabricante também seria reduzido. Podendo ser, portanto, a facilidade de crédito, seja via instituição financeira ou via própria empresa, um diferencial competitivo.

Brachfield (2003, p. 21) afirma que a baixa capitalização das empresas compradoras de bens e as dificuldades que têm para obter créditos bancários ou recorrer ao mercado de capitais, as leva a diversificar suas fontes de recursos financeiros e buscar financiamentos extrabancários sem custo. A principal fonte deste tipo de financiamento é o crédito corporativo – também chamado de crédito comercial ou crédito interempresarial - que é o crédito concedido pela empresa fornecedora através dos prazos de pagamentos nas transações, de maneira que o fornecedor atua como cedente e o cliente como tomador.

O autor alega ainda que, sem o crédito que obtém de seus fornecedores, as empresas comerciais não teriam recursos suficientes para pagar à vista os produtos que compram para comercialização posterior. Esta forma de financiamento empresarial é um claro fenômeno de desintermediação bancária e consiste em os vendedores proporcionarem um financiamento direto aos compradores sob forma de prazo de pagamento das operações comerciais, de maneira que os provedores atuam como banqueiros de seus clientes – ainda que não seja sua missão principal nem contem com a estrutura adequada para o fim – concedendo-lhes créditos para que possam adquirir os produtos de que necessitam.

Segundo Brachfield (2003, p. 40), todas as empresas devem ser conscientes da relevância da partida de clientes no realizável e que não somente as grandes empresas devem ter mecanismos para gerenciar adequadamente os créditos a clientes, sendo que também as pequenas empresas devem adotar funções de prevenir e gerenciar os riscos de inadimplência. Contrariamente ao que fazem habitualmente (as empresas só se preocupam com o risco de crédito em épocas de instabilidade econômica) a gestão do risco de crédito deve ser realizada e acompanhada em qualquer conjuntura econômica.

## 2.3 ANÁLISE DE CRÉDITO

Conforme Schrickel (1997, p. 23), o principal objetivo da análise de crédito é identificar os riscos nas situações de empréstimos, evidenciando conclusões quanto à capacidade de pagamento do tomador. A análise será tão mais consistente quanto forem as informações obtidas para que se possa atribuir a qualificação dos riscos bem como a viabilidade e praticidade das conclusões.

O autor ressalta que o principal objetivo da análise de crédito é identificar os riscos quando da concessão de crédito, evidenciando conclusões quanto à capacidade de pagamento do tomador bem como fazer recomendações quanto à estruturação e tipo do crédito ou empréstimo, além da mensuração dos riscos envolvidos na operação.

Quando a instituição, seja ela financeira ou de indústria ou ainda comércio, está assumindo o risco do crédito, solicita ao proponente um cadastro e as demonstrações financeiras, a fim de averiguar a situação financeira da mesma quanto à liquidez, rentabilidade, solidez e reputação do mesmo. (SILVA, 2003 P. 63).

Segundo Hale (1983, p. 1) os fundamentos da análise de crédito moderna são: primeiramente o exame na natureza do negócio do proponente no contexto de seu segmento de atuação e em segundo a análise do fluxo de caixa.

Como afirmado pelo autor, existem três etapas distintas em situações de concessão de crédito.

### **2.3.1 Análise retrospectiva**

Segundo Schrickel (1997, p. 23) este enfoque da análise refere-se a avaliação do desempenho histórico do potencial tomador. Visa identificar os maiores fatores de risco que concernem a atividade exercida pelo tomador no intuito de identificar fatos passados que possam se apresentar como restrições e até mesmo identificar fatores na atual condição econômico–financeira do tomador que possam gerar questionamentos quanto ao retorno do crédito a ser concedido.

### **2.3.2 Análise de tendências**

Conforme o mesmo autor, tem por objetivo uma projeção, com certo grau de segurança, da condição financeira futura do tomador acompanhada de ponderação quanto a capacidade financeira e conseqüente capacidade de suporte de nível de endividamento oneroso, incluindo-se sempre a operação que está sendo pleiteada.

### **2.3.3 Capacidade creditícia**

Decorrente das etapas anteriores, nesta etapa, Schrickel (1997, p. 24) destaca que é avaliado o grau de risco atual que o tomador potencial apresenta aliado à projeção de risco futuro, chegando-se à conclusão quanto à capacidade

creditícia do tomador e baseando-se nesta conclusão é estruturada uma proposta de crédito condizente com a capacidade e intenção de crédito do tomador.

#### **2.3.4 Histórico de pagamentos**

A identificação da pontualidade, segundo Silva (2003, p. 85) pode ser feita por meio de registros que a empresa mantém sobre o relacionamento comercial com o cliente bem como a partir do uso de informações bancárias. Esta preocupação é devida uma vez que a pontualidade do cliente no cumprimento de suas obrigações é um fator relevante no seu conceito de crédito. Um cliente que apresenta atrasos freqüentes pode indicar um processo de deterioração da saúde financeira do tomador.

Alguns mercados consideram, segundo o autor, como normal o atraso de até 14 dias, não "penalizando" o proponente, quando o mesmo apresenta atraso dentro deste período, em sua classificação de crédito.

Silva (2003, p. 85) alerta para os casos em que clientes novos pagam com pontualidade para gradativamente obterem maiores limites de crédito e após atingirem volumes significantes de débitos desaparecerem sem quitar suas dívidas junto ao credor. É conhecido também o hábito de alguns clientes que pagam suas dívidas somente em cartório, no intuito de conseguir maior folga em seu fluxo de caixa e ao mesmo tempo favorecem-se da redução de encargos de mora, pois o credor tende a cobrar taxas de mercado pelos dias de atraso que são substancialmente menores às praticadas pelas instituições financeiras.

Ainda segundo o autor, é recomendável consultar-se não somente as referências comerciais fornecidas pelo cliente, mas também outras fontes de informação na intenção de se obter informações mais completas e imparciais.

### **2.3.5 Protestos e outros desabonos**

“O protesto ocorre por falta de pagamento, por falta de aceite, ou para provocar o vencimento antecipado em casos de falência” (SILVA, 2003, p. 86). O protesto é portanto, a prova de falta do devedor junto ao credor classificando-o como inadimplente. Para efeitos de análise de crédito corporativo, um único protesto pode não ter grande relevância, todavia, um significativo volume, segundo o autor, caracteriza, na melhor das hipóteses, desorganização financeira da empresa. Novamente, o ser de atuação da empresa pode vir a justificar o volume de protestos. No setor de construção civil, por exemplo, muitas empresas são protestadas em razão de o material ter sido entregue pelo fornecedor e o responsável não enviar os documentos necessários para agendamento do pagamento.

### **2.3.6 Convênios e fontes de informação**

Conforme Silva (2003, p. 86) é comum grupos de empresas se organizarem em convênios no sentido de trocarem informações comerciais sobre clientes. Estes convênios visam detectar quando um cliente começa a atrasar ou entrar em dificuldade financeira.

Outra grande fonte de informação são os “Serviços de proteção ao crédito”, instituições que possuem um vasto banco de dados e registram as empresas que estão em atraso ou em falta de pagamento. O Serasa e o Equifax são exemplos de instituições especializadas que fornecem este tipo de serviço a empresas que desejam verificar as restrições de seus clientes corporativos.

Os cartórios e jornais de grande circulação também são fontes importantes de informações sobre empresas e a respectiva situação das mesmas ou pelo menos subsidiam o analista com informações atualizadas sobre a organização a qual estão analisando.

Sobre análise de Crédito, Schrickel (1997, p. 26) considera:

A análise de crédito envolve a habilidade de fazer uma decisão de crédito, dentro de um cenário de incertezas e constantes mutações e informações incompletas. Esta habilidade depende da capacidade de analisar logicamente situações, não raro, complexas, e chegar a uma conclusão clara, prática e factível de ser implementada.

Em suma, segundo o autor, a análise de crédito é uma análise de probabilidades em que sua eficácia está diretamente condicionada a informações efetivamente abrangentes e consistentes. Cabe ressaltar aqui que o ato da análise de crédito não é, de forma alguma, um exercício acadêmico que visa meramente cumprir normativas internas da instituição ou recomendações das autoridades monetárias. Muito mais do isto, a análise de crédito tem papel fundamental na condução das atividades das instituições financeiras e empresas de um modo geral que prezam e se preocupam com os recebimentos de créditos ou empréstimos concedidos.

O objetivo sumarizado por Schrickel (2003 p. 26) é o de chegar a uma decisão (de conceder crédito ou não) e não de efetuar um simples relatório. Os instrumentos utilizados na prática da análise de crédito variam de acordo com o contexto em que a análise está inserida e disponibilidade de recursos para realizá-la, porém o objetivo e lógica são permanentes.

De acordo com os autores versados no assunto, existem situações em que o cedente poderá tomar sua decisão sem maiores rebuscamentos analíticos (baseando-se na avaliação de balanços, quocientes, análise de capital de giro, fluxo de caixa, etc. – que serão exemplificados no próximo capítulo). Enquanto em outros casos haverá necessidade de uma análise mais reflexiva, detalhada e subjetiva para o atingimento de uma conclusão.

Percebe-se que a análise de crédito não é tarefa fácil nem mesmo simples de ser realizada, em especial se levarmos em consideração o contexto incerto, em constante mutação e o volume de informações nem sempre desejável ou confiável

em termos de detalhamento. Todavia, deve ser tomada a decisão do deferimento ou indeferimento do crédito solicitado pelo proponente.

É consenso também entre os autores consultados de que para que a decisão possa ser tomada, o analista de crédito deve recorrer as três questões fundamentais de crédito: para quê? Por quanto tempo? Como vai pagar? Estas perguntas devem ser respondidas sem que reste qualquer dúvida quanto às suas respostas. A primeira pergunta é crítica uma vez que define a finalidade do crédito, fator preponderante na tomada da decisão. Deve-se atentar a esta questão, pois a mesma pode incorrer conflitos com dispositivos éticos-legais ou até mesmo em relação às normas da instituição concedente, inviabilizando, por conseguinte a transação. A questão do tempo concerne uma premissa básica de finanças: o valor do dinheiro ao longo do tempo, quanto menor o tempo decorrente de empréstimo, maior tende a ser os juros e vice-versa. Esta premissa é válida em função de que, nos empréstimos de longo prazo o juro tende a ser diluído ao longo do tempo ou parcelas do pagamento, enquanto que nas operações de curto prazo o tempo reduzido não proporciona esta dissolução, cabidos os respectivos riscos envolvidos nas operações.

A forma de pagamento reflete diretamente na capacidade financeira do proponente, visto que pagamentos parcelados ou desembolso único tem impactos significativamente diferentes no fluxo-de-caixa. Além destes fatores, a incidência de juros bem como as solicitações de garantias sejam elas reais ou fidejussórias, provêm deste questionamento e afeta de forma incisiva a análise do crédito.

Como afirmou Schrickel (2003, p. 25), “o processo de decisão de crédito requer um imprescindível e contínuo aprimoramento pessoal, utilizando-se de todas as fontes de informação que se possa vir a ter”. Em adição, é fundamental o critério do analista no sentido de compilar essas informações de forma correta e ordenada, efetuando as devidas ponderações e equacionado as eventuais discrepâncias para então, sobre esta base de conhecimento, poder decidir. No todo, a concessão de crédito baseia-se em informações e decisões, devendo ser, esta última, prática, exeqüível e clara, mantendo-se o pragmatismo, evitando soluções inviáveis ou altamente custosas e prevalecendo a política de resultados da instituição cedente.

## 2.4 ANÁLISE QUANTITATIVA

Conforme Securato (2002, p. 84), a análise quantitativa procura obter indicadores de desempenho e da situação financeira da empresa com base em demonstrativos financeiros passados; indica a tendência da empresa e a adequação das estratégias financeiras, permitindo vislumbrar qual a perspectiva, em um futuro próximo, do desempenho da empresa.

Segundo Reed e Gill<sup>3</sup> (apud Eifert, 2003, p. 14), as demonstrações financeiras dos tomadores em potencial estão entre as mais importantes fontes de informação de crédito disponíveis para as instituições financeiras.

A análise financeira, portanto, é feita por meio dos demonstrativos contábeis (VAN HORNE, 1984) e, segundo Silva (1998, p. 34), pode ser conceituada como o exame das informações obtidas por intermédio dos mesmos, com o intuito de compreender e avaliar aspectos como: capacidade de pagamento da empresa, a capacidade de remuneração aos investidores, nível qualidade e motivo do endividamento, bem como políticas operacionais e seus impactos na necessidade de giro da empresa.

Neste sentido, o exame das peças contábeis, segundo Martins e Assaf Neto (1985), visa, fundamentalmente, ao estudo do desempenho econômico-financeiro, em um determinado período passado, para diagnosticar, em consequência, sua posição atual, e produzir resultados que sirvam de base para previsão de tendências futuras.

Segue-se uma abordagem das principais técnicas e conceitos empregados por analistas e teóricos para a análise econômico-financeira de empresas.

---

<sup>3</sup> REED, Edward, W.; GILL, Edward K. Bancos Comerciais. São Paulo: Makron Books, 1994.

### 2.4.1 Modelo de Análise Dinâmica

O modelo de Análise Dinâmica também conhecido como o Modelo Fleuriet, foi desenvolvido pelo autor homônimo em sua vinda ao Brasil no final da década de setenta. Seus conceitos estão sendo largamente empregados para análise financeira de empresas por analistas e pesquisadores nacionais (FLEURIET, 2003).

		ATIVO (aplicações)	PASSIVO (captações)
CIRCULANTE	Financeiro	Caixa e bancos Aplicações financeiras	Empréstimos e financiamentos Duplicatas descontadas
	Operacional	Clientes Estoques	Fornecedores Salários Impostos
NÃO CIRCULANTE		Realizável a longo prazo Investimentos Imobilizado Diferido	Exigível a longo prazo Resultados de exerc futuros Patrimônio líquido

**Figura 1 – Balanço padronizado**

Fonte: extraído de EIFERT (2003. p. 15).

Desta forma, o balanço patrimonial é configurado de acordo com a natureza de suas contas, conforme demonstrado resumidamente na Fig. 1. Os ativos e passivos circulantes são divididos em circulante operacional ou cíclico e circulante financeiro ou não operacional. Já os recursos de longo prazo, por sua vez, são agrupados como permanentes ou não cíclicos.

Os recursos circulantes operacionais estariam ligados diretamente às operações da empresa: o **ativo circulante operacional** (ACO) representa as contas de duplicatas a receber, estoques e outras; já o passivo circulante operacional (PCO) engloba as contas de fornecedores, contas a pagar, impostos e outras.

O circulante financeiro representa os recursos essencialmente financeiros de curto prazo que não têm características operacionais. O **ativo circulante financeiro** (ACF) agrega as disponibilidades de caixa, bancos e aplicações financeiras de liquidação imediata. Já o **passivo circulante financeiro** (PCF) é composto pelos empréstimos e financiamentos bancários de curto prazo e as duplicatas descontadas.

Por sua vez, o não-circulante ou permanente engloba todas as contas de longo prazo: o ativo realizável a longo prazo e o ativo permanente compõem o **ativo não-circulante** (ANC); o passivo exigível a longo prazo, os resultados de exercícios futuros e o patrimônio líquido constituem o **passivo não-circulante** (PNC).

Quanto às definições de capital de giro e capital circulante, há várias interpretações, dependendo dos critérios e natureza do estudo desenvolvido (MARTINS e ASSAF NETO, 1985).

Num sentido mais amplo. O capital circulante representa os recursos demandados por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais identificadas desde a aquisição de matérias-primas (ou mercadorias) até o recebimento pela venda do produto acabado (ASSAF NETO e SILVA, 1997). Ou seja, representa o valor total dos recursos necessários para financiar o ciclo operacional.

Conforme Weston e Birgham<sup>4</sup> (apud Eifert, 2003, p. 16), o capital de giro pode ser definido como os investimentos da empresa em ativos de curto prazo – caixa, títulos, contas a receber e estoques.

Segundo Assaf Neto e Silva (1997) e Fleuriet (2003), o **capital de giro** (CG) seria constituído pela diferença entre as fontes de longo prazo (passivo não circulante) e as aplicações de longo prazo (ativo não-circulante). Em outras palavras, representa o volume de recursos de longo prazo que está financiando os ativos circulantes.

Um capital de giro positivo indica que existe uma disponibilidade de recursos de longo prazo para financiar o giro da empresa, ou seja, há recursos permanentes aplicados no ativo circulante. Já um CG negativo demonstra que os recursos de

---

<sup>4</sup> WESTON, J. Fred, BIRGHAM, Eugene P. Managerial finance. New York: Holt, 1972.

longo prazo são insuficientes para financiar o ativo fixo e que há passivos de curto prazo (empréstimos e financiamentos) financiando o ativo permanente, evidenciando uma situação financeira de baixa liquidez e risco associado.

Embora o **capital circulante líquido** (CCL), que é obtido através da diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante, apresente resultado matemático idêntico ao do CG, conceitualmente são diferentes, pois o CCL representa uma aplicação de fundos enquanto o CG representa uma fonte de fundos (FLEURIET, 2003).

Sob esta nova ótica do balanço, Fleuriet introduziu um dos seus conceitos fundamentais que assume um papel chave na administração financeira de empresas: a **necessidade de capital de giro** – NCG (ASSAF NETO e SILVA, 1997). Alguns autores dão outra denominação para o mesmo conceito, tais como: investimento operacional em giro e necessidade de investimento em giro.

A NCG seria a diferença entre os valores cíclicos ou operacionais, ou seja, o ativo circulante operacional representando as aplicações, menos o passivo circulante operacional, que evidencia as fontes operacionais. O valor resultante demonstra a necessidade efetiva de recursos para financiar o ativo operacional ou capital de giro que não foram cobertos com captações operacionais ou espontâneas.

A necessidade de capital de giro pode ser financiada por meio da parcela das captações de recursos permanentes que supera as aplicações permanentes, ou seja, pelo capital de giro e por recursos de curto prazo. Portanto o capital de giro constitui uma fonte de financiamento importante de recursos de longo prazo da NCG.

Na maioria das empresas, a necessidade de capital de giro é positiva, visto que as fontes de recursos cíclicos não são suficientes para financiar o ativo circulante operacional, revelando uma necessidade de captação de recursos, que podem ser obtidos tanto no curto quanto no longo prazo. Em alguns setores específicos a NCG pode ser negativa, onde passivos circulantes operacionais superam os ativos da mesma natureza, financiando outros ativos da empresa. É o caso, por exemplo, do segmento de supermercados, que compram a prazo, giram rapidamente os estoques vendendo à vista, gerando assim uma fonte de recursos que pode ser usada para outras aplicações.

Por serem essencialmente cíclicos, os recursos aplicados no ciclo operacional acabam mantendo uma certa constância ao longo do tempo, ao passo que as contas que o compõem acabam sendo geradas novamente. Devido a esta rotatividade constante, uma parte do ativo circulante torna-se permanente, ou quase “fixa” no longo prazo, e outra parte, que recebe as influências sazonais, é variável.

Partindo-se dessa segmentação do ativo circulante, existem várias configurações para seu financiamento, dependendo da opção entre risco e rentabilidade que se deseja obter, que segundo Weston e Birgham<sup>5</sup> (apud Eifert, 2003, p. 19), podem ser destacadas três principais políticas de estrutura de capital.

A abordagem de proteção sustenta que os ativos devem ser financiados com fontes de mesmo grau de maturidade, ou seja, o ativo fixo e o ativo circulante “permanente” (classificado anteriormente) deveriam ser financiados com recursos de longo prazo, e a parcela variável ou flutuante do circulante, com recursos de curto prazo. As variações do ativo circulante, neste caso, poderiam ser financiadas com os recursos do PCO, havendo assim um equilíbrio entre rentabilidade e risco.

Uma estratégia mais conservadora defende a utilização de capitais permanentes para movimento de todo o ativo, ignorando qualquer diferenciação entre ativos, abrangendo inclusive as necessidades financeiras sazonais de curtíssimo prazo. Nesta abordagem a totalidade do ativo circulante corresponderia ao capital de giro, pois não há fontes de curto prazo. Essa política diminui sensivelmente o risco da empresa, pois cria uma espécie de “colchão de liquidez”; bem como elimina a exposição `oscilações que podem ocorrer nas taxas de financiamentos de curto prazo.

Em outra estratégia mais agressiva o capital de longo prazo é empregado para custear apenas uma parte do ativo circulante “permanente”, além do ativo fixo, sendo que o restante será financiado com fundos de curto prazo. Assim, há uma preferência pela rentabilidade em detrimento do risco, considerando que o custo de um financiamento de curto prazo, há ainda a incerteza associada aos custos dos juros e da renovação dos financiamentos.

A maioria das teses aponta para o fato de que um empréstimo ou financiamento de longo prazo é mais caro do que um de curto prazo, tanto pelo fator

---

<sup>5</sup> WESTON, J. Fred, BIRGHAM, Eugene P. Managerial finance. New York: Holt, 1972

associado ao risco envolvido na duração da operação como pelo risco da flutuação das taxas de juros (MARTINS e ASSAF NETO, 1985). Embora teoricamente seja aceitável esta suposição, na prática, porém, observa-se que, no Brasil, as taxas de curto prazo são de altíssimo custo, enquanto os financiamentos de longo prazo têm taxas mais atrativas, o que pode ser explicado pelos seguintes fatores:

- Segundo Van Horne (1992), quanto mais curto for o prazo dos financiamentos de uma empresa, maior o risco de ela não conseguir pagá-los, enquanto que para prazos mais longos, menos arriscado será para a empresa;
- Subsídio ao crédito de longo prazo, determinando taxas inferiores às praticadas no mercado;
- Política de garantias mais exigentes para financiamentos de longo prazo com intuito de diminuir o risco, em contrapartida há uma flexibilização das garantias no curto prazo que é coberto com um prêmio de risco maior.

Outra importante definição é o **saldo de tesouraria** (T), formada pela diferença entre o ativo circulante financeiro e o passivo circulante financeiros. São recursos que são tomados ou aplicados no mercado financeiros, de curto prazo, conforme determinado pela necessidade de capital de giro e o próprio capital de giro. Da mesma forma, pode ser substituído pela diferença entre CG e NCG.

Um saldo positivo de tesouraria revela que há uma reserva de recursos financeiros que supera a necessidade operacional da empresa, podendo ser usada para outras finalidades. É uma reserva ou margem de segurança para possíveis imprevistos. Já um saldo negativo de tesouraria indica que a empresa está financiando itens do ativo com recursos financeiros de curto prazo.

Em suma, podem-se estabelecer as seguintes relações:

- Ativo circulante (AC) = ACF + ACO;
- Passivo circulante (PC) = PCF + PCO;
- Ativo não-circulante (ANC) = AP + RLP;
- Passivo não circulante (PNC) = ELP + Res. Exerc. Futuros + PL;
- Capital de giro (CG) = PNC – ANC;

- Capital circulante Líquido (CCL) = AC – PC
- Necessidade de capital de giro (NCG) = ACO – PCO
- Saldo de tesouraria (T) = ACF – PCF ou T = CG – NCG

#### 2.4.1.1 Tipos de estrutura financeira

Segundo Fleuriet (2003) e Marques e Braga<sup>6</sup> (apud Eifert, 2003 p. 22), podem ser identificados seis tipos<sup>7</sup> de estruturas financeiras dependendo da combinação entre o saldo de tesouraria (t), a necessidade de capital de giro (NCG) e o capital de giro (CG), de acordo com a grandeza de seu valor, conforme demonstrado na fig. 2.

Tipo	CG	NCG	T	Situação
I	+	-	+	Excelente
II	+	+	+	Sólida
III	+	+	-	Insatisfatória
IV	-	+	-	Péssima
V	-	-	-	Muito ruim
VI	-	-	+	Alto risco

**Figura 2 – Tipos de estrutura e situação financeira**

Fonte: extraído de Eifert (2003 p. 22)

A empresa que apresenta uma situação do tipo I, é caracterizada pelo capital de giro positivo associado a uma NCG negativa, isto é, possui fontes cíclicas operacionais superiores as aplicações, o que resulta em um saldo de tesouraria positivo, revelando uma folga financeira e uma excelente situação de liquidez. Esta configuração é típica de empresas que compram a prazo, giram rapidamente os estoques e vendem à vista suas mercadorias, como no caso dos supermercados.

<sup>6</sup> MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 35, n. 3, p. 49-63, maio/jun. 1995.

<sup>7</sup> Fleuriet em seu trabalho original referiu-se apenas a quatro das estruturas especificadas: tipos I, II, III e IV.

No caso do tipo II, onde os três elementos são positivos, isto é, as fontes permanentes são suficientes para suprirem a NCG e a ainda sustentar um saldo de tesouraria positivo, é um dos casos mais encontrados na prática. Apresenta situação financeira sólida, se mantido o nível de atividade operacional. Se houver um aumento elevado no grau de operações da empresa, poderá incorrer no efeito tesoura<sup>8</sup>.

Para o tipo II, há uma situação financeira insatisfatória, visto que a NCG é maior do que o capital de giro disponível, sendo suprida com fontes onerosas, revelando uma dependência de empréstimos e financiamentos de curto prazo. Este, juntamente com o tipo III, são os mais freqüentes.

O tipo IV revela um desequilíbrio entre as fontes e aplicações de recursos. O capital de giro negativo indica que o ativo não-circulante está sendo financiado, em parte, com dívidas de curto prazo. Nesse caso há uma péssima situação financeira, que pode afetar a sobrevivência de uma empresa. Esse tipo de estrutura pode ser encontrado em algumas estatais, que tem o Estado como garantidor de sua continuidade.

Na estrutura de tipo V, assinala-se uma situação financeira ruim, na qual há aplicações de longo prazo sendo custeadas por fontes circulantes, o que é abrandado pela presença da necessidade de capital de giro negativa, indicando a existência de fontes cíclicas superiores às aplicações operacionais, atenuando os efeitos de saldo de tesouraria negativo.

A situação de alto risco ilustrada pelo tipo VI, se dá em virtude do emprego da sobra de recursos operacionais tanto no circulante financeiro como em ativos permanentes, demonstrando um grande desequilíbrio entre as fontes de recursos e suas aplicações.

---

<sup>8</sup> Segundo Fleuriet (2003), o efeito tesoura é um fenômeno decorrente da expansão do nível operacional e de vendas acima da capacidade disponível de recursos, ou seja, os níveis de atividade da empresa se levam sem que haja suporte de recursos para financiar o capital de giro.

### **2.4.2 Análises horizontal e vertical**

Conforme Martins e Assaf Neto (1985), as análises horizontal e vertical consistem nas técnicas de mais simples aplicação e de fácil análise.

A análise horizontal é feita com base na evolução nominal de cada conta, em uma série histórica de demonstrativos, apresentados lado a lado, com uma data-base definida, ou com relação imediatamente anterior. Comumente é feito o cálculo por meio de números-índice sobre uma base de 100.

Seu objetivo é prover ao analista uma visão geral da evolução histórica das contas patrimoniais e de resultado. De acordo com Securato (2002), a partir da análise horizontal é possível identificar mudanças anormais no balanço de uma empresa ao longo do tempo, por meio da observação do comportamento histórico de cada item analisado.

A análise vertical tem como propósito, segundo Silva (2003), demonstrar a participação relativa de cada item de uma demonstração financeira em relação a determinado referencial: no balanço patrimonial, utiliza-se o ativo total; na demonstração de resultado, costuma-se utilizar como referencial a receita operacional líquida.

Dessa forma, é possível visualizar a composição e participação de cada uma das contas em termos percentuais, facilitando a análise de suas estruturas e alterações. Conforme Securato (2002), essa análise propicia uma visão imediata dos itens que demandam maior volume de recursos a cada período e a adequação ou inadequação entre as fontes e aplicações dos recursos destinados, ao ponto que estabelece as relações de cada item do ativo e passivo, com os recursos totais aplicados.

Silva (2003 p. 25), recomenda que a análise vertical e horizontal sejam feitas em conjunto, pois apresentam como resultado informações complementares que, se analisadas isoladamente, podem causar distorções.

### 2.4.3 Análise por meio de Índices

Segundo a doutrina de Van Horne (1984), os instrumentos financeiros usados para avaliara as condições e o desempenho financeiro da empresa são os índices financeiros, que possibilitam uma dissecação das empresas sob diversos pontos de vista.

Os indicadores extraídos das peças contábeis das empresas servem de medida para evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa, constituindo-se na mais utilizada técnica de análise, tanto para usuários externos à empresa, quanto para internos (MATARAZZO<sup>9</sup>, 1998 apud Eifert, 2003 p. 25).

Por meio de relação entre contas ou agrupamento das mesmas são obtidos quocientes, que no seu exame conjunto, fornecem informações importantes a respeito de cada empresa, que podem vir servir de base para vislumbrar qual a perspectiva de desempenho futuro da empresa.

Conforme Schrickel (1997, p. 34) uma das vantagens dos índices é que eles podem ser empregados para comparar os relacionamentos de risco e retorno entre empresas de diferentes portes. Podem fornecer um perfil da empresa, suas características econômicas e até mesmo estratégias competitivas, bem como suas peculiaridades operacionais, financeiras e de investimento. Entretanto estes autores alertam para a existência de limitações que devem ser consideradas quando da interpretação dos índices.

De um modo geral, os índices são divididos de acordo com os aspectos evidenciados: liquidez, rentabilidade ou lucratividade; estrutura de capitais ou alavancagem, e rotatividade ou atividade.

---

<sup>9</sup> MATARAZZO, Dante C. Análise financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 1985.

Não existe ainda uma teoria formada sobre quais índices seriam os mais importantes ou que traduzem melhor a situação da empresa.

Neste sentido, Gibson<sup>10</sup> (apud Eifert, 2003 p. 26) relata investigação realizada junto aos departamentos de crédito comercial dos 100 maiores bancos dos Estados Unidos da América, com objetivo de identificar quais eram os principais índices empregados na análise de operações de crédito. Os respondentes teriam que identificar, a partir de uma lista enviada (especificamente para este fim) que continha 59 índices coletados da literatura: a importância de cada um, em sua opinião; com que frequência eram incluídos nos contratos, e o que, determinava cada índice, em sua essência.

<b>Índice</b>	<b>Classificação</b>	<b>Medida básica</b>
(PC + ELP) / PL	8,71	Endividamento
AC / PC	8,25	Liquidez
FCO / Vencimentos do ELP	8,08	Endividamento
EBIT / DF	7,58	Endividamento
LL / ROL	7,56	Lucratividade
EBIT / (DF + Amort)	7,5	Endividamento
LAIR / ROL	7,43	Lucratividade
LOp / LL	7,33	Endividamento
PME	7,25	Liquidez
PMR	7,08	Liquidez

**Figura 3 – Índices mais significantes e sua medida**

Fonte: extraído de Eifert (2003 p. 26)

Os que tiveram maior significância (dez primeiros), na opinião dos analistas, estão arrolados na figura 3, onde se destacam os índices de endividamento, com a metade das escolhas, sendo que três estão entre os quatro primeiros. Os dois primeiros, participação de capitais de terceiros e liquidez corrente, foram também os mais citados no quesito no qual era mensurada a constância de inserção dos mesmos nos contratos, como meio de controle do empréstimo.

No intuito de verificar a viabilidade de criação de um mercado secundário para empréstimos comerciais e industriais, Guenther<sup>11</sup> ( apud Eifert , 2003 p. 26), realizou pesquisa similar com 161 bancos em Michigan e 257 em Wisconsin (ambos estados

<sup>10</sup> GIBSON, Charles H. Financial statement analysis: using financial accounting information. 7 ed. Cincinnati: South Western College Publissing, 1998.

norte-americanos), na qual deveriam, entre outras questões, quais seriam os indicadores utilizados, de uma lista previamente fornecida, e qual importância de cada um deles na análise financeira.

Os resultados estão sumarizados na figura 4, onde se destacam como os de maior importância os de serviço da dívida, calculado através do fluxo de caixa gerado sobre o serviço da dívida de curto prazo e o de alavancagem, mensurado pela soma do passivo circulante com o exigível em longo prazo, dividido pelo patrimônio líquido.

Índices	Este índice é calculado?		Grau de importância		
	Sim	Não	Grande	Moderada	Pouco ou nenhuma
Liquidez					
Liquidez corrente	96,3%	3,7%	65,0%	34,1%	0,9%
Liquidez imediata	85,5%	14,5%	29,8%	58,8%	11,5%
Giro de clientes	87,7%	12,3%	57,3%	39,4%	3,2%
Prazo médio de recebimento	82,1%	17,9%	56,2%	39,7%	4,1%
Desempenho					
Giro dos estoques	89,6%	10,4%	55,2%	41,5%	3,3%
Giro de fornecedores	82,1%	17,9%	50,9%	44,1%	5,0%
Vendas Líquidas / (AC - PC)	64,9%	35,1%	18,9%	56,9%	24,3%
Vendas Líquidas / AP	61,7%	38,3%	11,4%	58,2%	30,4%
Vendas Líquidas / total de ativos	69,4%	30,6%	16,2%	56,6%	27,2%
Serviço da dívida					
Fluxo de caixa / Serviço da dívida	94,7%	5,3%	89,9%	8,6%	1,5%
EBIT / Juros	69,1%	30,9%	53,4%	37,3%	9,3%
Alavancagem					
Ap / PL	75,7%	24,3%	36,9%	48,7%	14,4%
Exigível / PL	98,0%	2,0%	89,7%	10,1%	0,2%
Lucratividade					
Retorno s/ PL	80,8%	19,2%	38,0%	48,4%	13,5%
Retorno s/ Ativo	80,3%	19,7%	36,5%	49,6%	13,9%

**Figura 4 – Índices mais empregados e sua importância**

Fonte: extraído de Eifert (2003, p. 27).

<sup>11</sup> GUENTHER, Harry P. Bank credit evaluation procedures and development of a secondary market of C&I loans. American Business Review, p. 25-31, jan. 1999.

#### 2.4.3.1 Índices de liquidez ou solvência

Os índices de liquidez servem para avaliar o nível de solvência da empresa sob diferentes horizontes. Van Horne (1992, p. 728) define liquidez como a habilidade para realizar determinado ativo em dinheiro, o mais líquido dos ativos. Assim, a liquidez teria duas dimensões: o tempo necessário para converter o ativo em dinheiro, e a certeza do valor obtido. As principais medidas de liquidez são:

- Liquidez geral  $[(AC + RLP) / (PC + ELP)]$ : mede a totalidade de bens e direitos realizáveis face o conjunto de suas dívidas.
- Liquidez corrente  $[AC / PC]$ : indica quanto a empresa possui de ativos de curto prazo frente os passivos de curto prazo, ou seja, a quantidade de moeda que possui para quitar cada unidade de obrigação para o mesmo período.
- Liquidez seca  $[(AC - Estoques - Despesas do Exercício Seguinte) / PC]$ : é um indicador mais detalhado que o de liquidez corrente possui exclui em seu cálculo os ativos menos líquidos bem como aqueles que não representam valores efetivos a serem recebidos.
- Liquidez imediata  $[ACF / PC]$ : reflete o percentual de obrigações de curto prazo que podem ser pagas com as disponibilidades imediatas. Sua interpretação pode ser ambígua, pois ao mesmo tempo em que indica a solvência da empresa, pode também significar uma má gestão de recursos, representando um excesso de dinheiro em caixa ou aplicado no mercado financeiro.

#### 2.4.3.2 Índices de rentabilidade

Os índices de rentabilidade são utilizados para avaliar os retornos obtidos, sob diferentes aspectos. Desta forma, a literatura apresenta inúmeros índices, sendo que serão apresentados os principais.

- Margem Líquida [ $\text{Lucro Líquido} / \text{Receita Operacional Líquida}$ ] calcula a rentabilidade líquida, ou seja, quanto se obtém de lucro líquido por unidade vendida.
- Margem operacional [ $\text{Lucro Operacional} / \text{Receita Operacional Líquida}$ ]: calcula a rentabilidade operacional, quanto se obtém de lucro operacional por unidade vendida.
- Retorno sobre o Patrimônio Líquido [ $\text{Lucro Líquido} / \text{PL} - \text{Lucro Líquido}$ ]: indica a rentabilidade sobre o capital próprio da empresa.
- Retorno sobre o ativo [ $\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo total}$ ]: mede a capacidade de geração de lucros com relação ao ativo investido.
- Giro do ativo [ $\text{Receita Operacional Líquida} / \text{Ativo total}$ ]: mede o volume de vendas com relação ao capital total investido, ou seja, a parte do ativo comprometida para sustentar um nível específico de vendas.

#### 2.4.3.3 Índices de estrutura ou endividamento

Os indicadores da estrutura de capitais refletem as estratégias de longo prazo da empresa, com relação as suas decisões de financiamento e investimento.

- Participação de capitais de terceiros  $[(PC + ELP) / PL]$ : indica o grau de alavancagem financeira da empresa.
- Imobilização do capital próprio  $[AP / PL]$ : indica quanto do capital próprio está investido no ativo permanente.
- Imobilização dos recursos permanentes  $[AP / ELP + PL]$ : indica quanto de capital não circulante está investido no ativo permanente.
- Composição do endividamento  $[PC / (PC + ELP)]$ : indica a proporção das obrigações entre curto e longo prazo.

#### 2.4.3.4 Indicadores de atividade

Os ciclos operacional e financeiro representam processos de fundamental importância na gestão bem como análise de empresas. Compreendem as decisões relativas a aquisições de insumo ou mercadorias, de vendas e recebimento das mesmas. Essas decisões afetam diretamente a lucratividade, capacidade de endividamento, o relacionamento com o cliente e o fornecedor.

“O ciclo operacional de uma empresa corresponde ao período compreendido entre a compra e recebimento das mercadorias para revenda ou matérias primas para produção, até o recebimento das vendas efetuadas” (EIFERT, 2003 p. 30). Já o ciclo financeiro tem início no ato do pagamento das compras efetuadas, estendendo-se até o efetivo recebimento das vendas. Durante este período a empresa tem que financiar suas operações, influenciando diretamente as métricas de necessidade de capital de giro.

Pode-se mensurar as etapas do ciclo operacional por meio dos indicadores:

- PME – Prazo médio de estoques  $[(Estoques / CMV) \times 360]$ : calcula o tempo médio em dias da permanência do estoque dentro da empresa, antes de ser vendido.

- PMP – Prazo médio de pagamento  $[(\text{Fornecedores} / \text{Compras}) \times 360]$ : indica o prazo médio de dias dado aos clientes para pagamento dos fornecedores.
- PMR – Prazo médio de recebimento  $[(\text{Cliente} / \text{Vendas}) \times 360]$ : indica o prazo médio de dias dado aos clientes para pagamento das vendas efetuadas.

Assim, o ciclo operacional pode ser obtido pela soma entre o prazo médio de estoques e o prazo médio de recebimento. O ciclo financeiro, por sua vez, é obtido através da diferença entre o ciclo operacional e o prazo médio de pagamento, conforme resumido nas fórmulas abaixo:

- Ciclo operacional:  $= \text{PME} + \text{PMR}$
- Ciclo financeiro  $= (\text{PME} + \text{PMR}) - \text{PMP}$

## 2.5. RISCO DE CRÉDITO

Ao longo dos últimos vinte anos, foram desenvolvidos diversos modelos de risco de crédito, que, segundo Caouette, Altman e Narayanan<sup>12</sup> (apud Eifert, 2003), podem ser classificados de acordo com três aspectos diferentes: as técnicas empregadas, o domínio de aplicações no processo de crédito e os produtos a que se aplicam.

As técnicas mais comumente utilizadas são:

- técnicas econométricas: análise de discriminante linear, regressão logística, entre outras. A probabilidade de inadimplência é modelada como dependente de um conjunto de variáveis independentes, que incluem índices financeiros, bem como indicadores setoriais ou macroeconômicos.

---

<sup>12</sup> CAOUILLE, John B.; ALTMAN, Edward I.; NARAYANAN, Paul. Gestão do risco de crédito: o próximo grande desafio financeiro. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

- redes neurais artificiais: método alternativo às tradicionais técnicas estatísticas, que simula o comportamento do cérebro humano a partir de uma rede de neurônios interligados - por meio de sistemas computacionais.

- modelos de otimização: técnicas de programação matemática que buscam os pesos ideais de atributos de credor e tomador, minimizando assim o erro do credor, maximizando seus lucros.

- sistemas especialistas: sistemas de apoio à tomada de decisão baseados em computadores, que segue um conjunto de regras decisórias e procura reproduzir, de maneira estruturada, o processo de análise de crédito realizado por analistas bem-sucedidos, disponibilizando sua experiência para o restante da organização (os famosos sistemas de *Credit Scoring*).

Quanto à aplicação a que se destinam, os modelos financeiros podem ser:

- aprovação de crédito: são empregados para aprovação de empréstimos na área de crédito ao consumidor. O uso deste modelos se expandiu para a inclusão de créditos a pequenas empresas, mas não são utilizados para grandes empréstimos corporativos, podendo ser apenas um fator para a tomada de decisão.

- determinação de *rating* de crédito: são usados para determinação do risco e limite de crédito, bem como o nível de provisão para perdas.

- precificação de crédito: termo utilizado para definir o ato de atribuição de valor a um ativo, são utilizados para definição de prêmios de risco de inadimplência, com intuito de estabelecer seu custo.

- estratégias de cobrança: os modelos podem ser empregados para decidir a melhor estratégia de cobrança ou solução, com a identificação dos problemas enfrentados pela empresa para adoção do procedimento apropriado.

Quanto aos produtos, há modelos específicos para os mais diversos tipos: empréstimos para micro e pequenas empresas, financiamento imobiliário, entre outros. Neste estudo estaremos focando no modelo de crédito ao consumidor, estando este direcionado para a determinação de rating, conforme veremos a seguir.

## 2.6 RATINGS DE CRÉDITO

De acordo com a definição de Silva (2003 p. 81), *rating* pode ser definido como o risco intrínseco do tomador, fornecendo assim uma graduação para classificação do risco associado ao cliente e posterior precificação do empréstimo ou financiamento quando há cobrança de juros bem como na definição das garantias. Esta avaliação de risco é feita através da ponderação mensuração de variáveis determinantes do risco da empresa e são apresentados sob forma de código ou classificação, nas quais as empresas são agrupadas em faixas classificatórias conforme a semelhança ou proximidade dos ratings a elas atribuídos.

Existem agências classificadoras especializadas na atribuição e avaliação de *ratings* de empresas, também conhecidas como agências de *rating*. Os serviços de *rating* são utilizados tanto por credores quanto investidores como um instrumento de avaliação e medida de expectativa quanto ao cumprimento de uma obrigação a ser quitada em determinada data.

No Brasil, a resolução 2.682 de 21-12-1999, do Banco Central do Brasil, determinou escalas de classificação de risco e fixou os respectivos percentuais de provisionamento para créditos de liquidação duvidosa. Dentre outros assuntos tratados naquela norma, a mesma foi instituída com o objetivo de servir como referencial para identificar as chances de perda em dada operação e, por conseguinte, orientar as instituições na precificação do empréstimo ou financiamento. Em segundo lugar, a norma tem o intuito de atender a exigências das autoridades monetárias do país seguindo uma tendência internacional na utilização e sistemas de classificação de risco como instrumento de graduação do risco em carteiras de crédito bancárias e conseqüentemente orientando a provisão dos créditos de liquidação duvidosa.

A classificação adotada pela resolução 2.682/99 segue conforme abaixo:

Classes de risco	AA	A	B	C	D	E	F	G	H
Provisionamento	0,0%	0,5%	1,0%	3,0%	10%	30%	50%	70%	100%

**Figura 5 – Classes de risco conforme resolução 2.682/99**

Fonte: extraído de SILVA (2003 p. 76)

Note-se que a classe AA representa o menor risco, não havendo para este provisão para liquidação duvidosa. Já a classe H caracteriza provisionamento de 100%, ou seja, o Banco Central (BC) admite que para operações com esta característica o valor corresponde ao da operação em sua totalidade.

A resolução define ainda que a classificação das operações deve considerar os seguintes fatores:

Em relação ao tomador/devedor:

- a) situação econômico-financeira;
- b) grau de endividamento;
- c) capacidade de geração de resultado;
- d) fluxo de caixa;
- e) administração e qualidade de controles;
- f) pontualidade e atrasos de pagamentos;
- g) contingências;
- h) setor de atividade econômica.

E quanto à operação:

- a) natureza e finalidade;
- b) suficiência e liquidez das garantias;
- c) valor.

Cabe ressaltar que a classificação adotada pelo BC faz uma separação entre o risco do tomador, em que são consideradas as variáveis da situação econômico-financeira (e os itens que a compõem), administração, histórico de pagamentos e

setor de atividade econômica. Por sua vez, no risco da operação propriamente dita, são levados em consideração a natureza, finalidade, valor e garantia, ou seja, os itens efetivamente operacionais.

Pode-se concluir, portanto, que ao cliente pode ser atribuído um rating classe D enquanto que à operação que envolve este mesmo cliente pode ser atribuído um rating classe C em função da liquidez associada.

A resolução define também, que as operações sejam revisadas mensalmente e, com base nos atrasos, as classificações sejam reajustadas, conforme a tabela abaixo.

Dias de atraso	Até 14 dias	De 15 a 30 dias	De 31 a 60 dias	De 61 a 90 dias	De 91 a 120 dias	De 121 a 150 dias	De 151 a 180 dias	Acima de 180 dias
Classes de risco	A	B	C	D	E	F	G	H

**Figura 6 – Classes de risco com base nos dias em atraso.**

Fonte: extraída de SILVA (2003. p. 77).

Uma operação que tenha demonstrado mais de 180 dias de atraso será classificada com *rating* H e implicará em provisionamento de 100% de seu valor para efeitos de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

As definições impostas pela norma 2.682/99 do BC são de extrema importância para os concessionários e usuários de crédito uma vez que afeta diretamente as políticas de crédito das instituições cedentes em relação à sua adequação às exigências das instituições financeiras reguladoras e interfere na política de crédito das empresas, merecendo, portanto, atenção quanto às suas alterações e/ou modificações.

### **2.6.1 Agências internacionais de *rating***

As três maiores e mais tradicionais empresas de rating são a Standard & Poor´s, a Moody´s e a Fitch IBCA. As duas primeiras têm origens norte-americanas e a terceira teve origem em uma fusão entre a inglesa IBCA e a nova-iorquina Fitch.

A tabela abaixo traça uma comparação entre as classificações adotadas pela Standard & Poor´s e pela Moody´s, nas classificações de rating internacionais:

<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Interpretação</b>
AAA	Aaa	Melhor qualidade de risco, extremamente forte.
Aaa, AA, AA -	Aa1, Aa2, Aa3	Alta qualidade de risco.
A+, A, A -	A1, A2, A3	Forte capacidade de pagamento.
BBB+, BBB, BBB-	Bbb1, Bbb2, Bbb3	Adequada capacidade de pagamento.
BB+, BB, BB -	Ba1, Ba2, Ba3	Provável capacidade de pagamento, direção para incerteza.
B+, B, B -	B1, B2, B3	Alto risco.
CCC+, CCC, CCC-	Caa1, Caa2, Caa3	Vulnerabilidade e tendência para inadimplência.
CC	Ca	Classificação ruim, como nos casos de falência ou inadimplência.
C		
D		

**Figura 7 – Classificação fornecida pelas empresas Standard&Poor's e Moody's**

Fonte: extraído de SILVA (2003. p. 84)

O serviço de *rating* possui atrativos para diferentes grupos de interessados. Para uma empresa ou banco emissor de títulos, o *rating* fornece uma avaliação independente e externa dos riscos que envolvem o seu negócio e por consequência a empresa, ao mesmo tempo em que serve de referencial e auxilia na expansão de novos investidores e fornecedores de capital. Por outro lado, para o investidor ou fornecedor de fundos, o rating atua como uma medida isenta e objetiva da avaliação

do risco, auxiliando na definição do retorno desejado sobre o investimento. Além disso, o *rating* cria padrões homogêneos na classificação de empresas diferentes, possibilitando melhor comparação entre as mesmas mesmo que atuantes em mercados e negócios completamente distintos.

Os custos relativos a elaboração de classe de *rating*, geralmente são aportados pelo emissor uma vez que este tende a ser o maior beneficiado com relação a transparência e confiabilidade relatadas pela agência de *rating* perante o mercado comprador de títulos. Conforme citado em Silva (2003 p. 84), uma das três agências internacionais de *rating* declarou que "leva, em média, de quatro a seis semanas para conclusão de um trabalho de determinação de *rating* de uma empresa ou banco".

Segundo a Standard & Poor's os *ratings* por ela emitidos nada mais são do que uma opinião atualizada sobre a qualidade de crédito de um emissor com relação a uma obrigação financeira específica, uma classe de obrigações financeiras, ou um programa financeiro específicos e são baseados em informações fornecidas pelas empresas emissoras dos títulos ou obtidas de outras fontes de sua confiança.

Neste estudo utilizou-se a Escala Nacional Brasil Standard & Poor's para fins de validação da ferramenta de credit rating, esta escala atribui Ratings de Dívidas aplicados a um instrumento específico, assim como Ratings de Crédito Empresariais dirigidos a devedores (isto é, tomadores de recursos, avalistas, seguradores, ou outro provedor de redução de riscos). A Escala Nacional Brasil Standard & Poor's utiliza os símbolos de ratings globais da Standard & Poor's. O prefixo "br" é adicionado para representar o "Brasil", ao mesmo tempo em que traz o foco da escala para os mercados financeiros brasileiros. Os critérios empregados na determinação dos ratings na Escala Nacional Brasil Standard & Poor's são bastante semelhantes àqueles empregados na Escala Global Standard & Poor's.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A crescente preocupação das empresas em relação à inadimplência de seus clientes corporativos tem reforçado a intenção em verificar, com precisão, a capacidade creditícia dos mesmos no sentido de se minimizar o risco de não recebimento de seus créditos.

No intuito de verificar a eficácia da análise de crédito corporativo realizada pelas empresas cedentes do crédito, optou-se por realizar um estudo aprofundado das técnicas de análise de crédito recomendadas por autores aplicando-a em uma amostra de empresas que disponibiliza informações financeiras publicamente.

Não existe, no meio acadêmico ou profissional um consenso quanto à uniformização de análise de crédito ou quanto aos métodos de análise mais acurados. Optou-se portanto pelo embasamento na teoria proposta pelos autores da área, na prática dos aspectos mais utilizados em análise de crédito corporativo conforme a experiência da autora do estudo e em pesquisas realizadas por Gibson e Guenther (apud Eifert, 2003 p. 26-27), para identificação dos fatores que devem compor a ferramenta de credit rating.

A obtenção dos demonstrativos financeiros e demais informações financeiras da empresa se deu através dos websites institucionais, do website da Comissão de Valores Mobiliários e através do software Economática, possibilitando assim a obtenção dos dados necessários para viabilização da análise.

Em conformidade com a doutrina de Schrickel (1997) serão analisadas as peças contábeis da empresa objeto deste estudo atentando para os indicadores apontados como importantes ou mais utilizados tais como: liquidez corrente, EBITDA e lucro/prejuízo do exercício. Além destes pontos centrais também será feita análise detalhada das contas de ativo e passivo no intuito de consolidar uma visão da situação econômico-financeira da empresa, compondo assim as informações da parte quantitativa deste estudo.

### 3.1 AMOSTRA

Para a condução deste trabalho, que consiste na análise de crédito corporativo a curtíssimo prazo (30 dias), utilizou-se como base as classificações de ratings mais recentes disponíveis no site institucional da Standard&Poor's. A partir das classificações, buscou-se os demonstrativos financeiros (balanço patrimonial e demonstrativo de resultados do exercício) das respectivas empresas referentes a dezembro de 2005.

A amostra ficou limitada, portanto a 23 empresas nacionais com atuação em segmentos variados. Optou-se por não analisar o crédito corporativo de instituições financeiras uma vez que na maioria das vezes o rating atribuído pela Standard&Poor's à estas instituições está relacionado à emissão de papéis, destoando assim do escopo do trabalho que é a análise do crédito corporativo, ou seja, da situação financeira da empresa como um todo.

<b>Relação empresas analisadas</b>			
	<b>Empresa</b>	<b>Sigla</b>	<b>Segmento</b>
1	Aços Vilarés S.A.		Siderurgia
2	ALL - América Latina Logística S.A.	ALL	Logística
3	Bandeirante Energia S.A.		Energia Elétrica
4	Brasil Telecom S.A.		Telecomunicações
5	Braskem S.A.		Químico
6	Camargo Corrêa Cimentos S.A.	CCC	Cimento
7	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia S.A.	COELBA	Energia Elétrica
8	Companhia Energética de Pernambuco S.A.	CELPE	Energia Elétrica
9	Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina		Energia Elétrica
10	Companhia Siderúrgica Nacional	CSN	Siderurgia
11	Diagnósticos da América S.A.		Planos de saúde
12	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.	ESCELSA	Energia Elétrica
13	Fertibrás S.A.		Fertilizantes
14	Gafisa S.A.		Imobiliário
15	Klabin S.A.		Celulose e Papel
16	La Fonte Participações S.A.		Holding
17	MRS Logística S.A.	MRS	Logística
18	Net Serviços de Comunicação S.A.	NET	Comunicações
19	Rio Grande Energia S.A.	RGE	Energia Elétrica
20	Telemar Norte Leste Participações S.A.		Telecomunicações
21	Tractebel Energia S.A.		Energia Elétrica
22	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	USIMINAS	Siderurgia
23	Votorantim Celulose e Papel	VCP	Celulose e Papel

**Figura 8 – Relação de empresas analisadas**

Fonte: elaborado pelo autor

### 3.2 VARIÁVEIS

Os indicadores empregados como variáveis são frutos de uma coletânea da literatura, acrescidos de alguns outros escolhidos por este autor com base na experiência do mesmo em análise de crédito corporativo tanto em empresas quanto em instituições financeiras.

Foram utilizados os seguintes indicadores na constituição da ferramenta de rating:

- $\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$

- Margem Líquida = Lucro Líquido / Receita Operacional Líquida
- Giro do ativo = Receita Operacional Líquida / Ativo Total
- Endividamento Geral = (Passivo Circulante + Passivo Exigível a LP) / Patrimônio Líquido
- Composição do Endividamento = Passivo Circulante / (Passivo Circulante + Passivo Exigível a LP).

A liquidez corrente avalia a capacidade de pagamento da empresa à curto prazo, ou seja, quanto de ativos a instituição dispõe para cada unidade de dívida. Sendo pertinente, portanto, ao estudo de viabilidade de curtíssimo prazo realizado neste estudo. Conforme Schrickel (1997), a liquidez corrente é um dos mais importantes indicadores a serem analisados. Na pesquisa de Gibson (1998, apud Eifert, 2003) a liquidez corrente é relatada como 2º colocado em relação a significância nas análises e ainda segundo Guenther (1999, apud Eifert 2003) o índice é calculado em 96,3% dos casos de análise de crédito.

A doutrina de Padoveze e Benedicto (2004) defende que o endividamento geral indica qual a possibilidade de que, caso em um futuro, ocorra a descontinuidade das operações da empresa, esta tenha condições de garantir todas as suas dívidas com os próprios recursos. Sendo este indicador o balizador entre o capital próprio (patrimônio líquido) e o capital de terceiros (passivo circulante e exigível a longo prazo). Na pesquisa de Gibson (1998, apud Eifert, 2003), o índice de endividamento geral aparece como o mais utilizado e significativo na opinião dos analistas de crédito norte-americanos.

A margem líquida foi utilizada no intuito de se verificar o quanto a empresa obtém de lucro líquido para cada unidade de produto vendido ou serviço prestado, o giro do ativo para avaliar a proporção do ativo comprometido para sustentar um nível específico de vendas, e a composição do endividamento para balancear a proporção entre o endividamento de curto e longo prazo.

Foi agregada ainda à ferramenta um indicador de mercado: o segmento de atuação da empresa. O conceito de segmento, exaltado por Silva (2003) e Schrickel (1997), defende que seja analisado o contexto de atuação da empresa, vislumbrando a situação do segmento dentro da economia (retração, estagnação ou

crescimento) bem como a relação da empresa com a concorrência, ou seja, o ambiente macroeconômico em que está inserido.

Desta forma, a ferramenta é composta por indicadores que contemplam medidas básicas de liquidez, endividamento, lucratividade e operacionalidade, evidenciando a situação creditícia da empresa como um todo.

Na avaliação dos indicadores como critérios, foram determinadas faixas de ponderação de acordo com padrões de mercado (cada indicador tem um resultado considerado aceitável conforme a literatura). Cabe ressaltar aqui que os critérios utilizados não foram customizados aos segmentos das empresas, valendo assim uma classificação geral para os indicadores de todas as empresas, independentemente de seu ramo de atuação.

Em suma, os indicadores e ponderações propostos para a ferramenta de credit rating são os seguintes:

<b>Crítérios de Avaliação</b>		
<b>Indicador</b>	<b>Faixa classificação</b>	<b>Peso</b>
<b>Liquidez Corrente</b> <b>(AC / PC)</b>	> 2,1	0
	1,6 - 2,0	1
	1,0 - 1,5	2
	0 - 0,9	3
<b>Margem líquida</b> <b>(LL/Rec. Op. Líq)</b>	> 10%	0
	0% - 9%	1
	negativo	2
<b>Giro do Ativo</b> <b>(Rec. Op. Líq/Ativo Total)</b>	0 - 0,9	0
	1,01 - 1,5	1
	> 1,6	2
<b>Endividamento</b> <b>(PC + ELP/ PL)</b>	0% - 49%	0
	50% - 100%	1
	> 101%	2
<b>Composição Endividamento</b> <b>(PC/(PC + ELP))</b>	0% - 49%	0
	50% - 70%	1
	71% - 100%	2
<b>Segmento</b>	crescimento	0
	estagnado	1
	retração	2

**Figura 9 – Critérios de Avaliação**

Fonte: elaborado pelo autor

No quesito segmento é atribuída uma nota ao setor de atuação da empresa bem como sua posição dentro do mesmo frente à concorrência com base em informações de mercado (notícias e desempenho do setor segundo órgãos governamentais e não-governamentais) conforme a tabela descrita abaixo:

<b>Ponderação</b>		
<b>Segmento</b>	<b>Situação</b>	<b>Nota</b>
	retração	1 - 4
	estagnado	5 - 7
	crescimento	8 - 10

**Figura 10 – Ponderação índice segmento**

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados calculados dos indicadores obtidos a partir da análise das empresas são aplicados na ferramenta que como resultado (mediante a soma dos pesos) atribui uma classificação de rating para a empresa que está sendo analisada, que por sua vez será comparado ao parecer emitido pela agência de *rating* Standard&Poor's.

Na tabela abaixo são classificados os *ratings* quanto às pontuações obtidas através da ferramenta, esta classificação é baseada na escala empregada pelo Serasa na avaliação de *credit rating* de empresas brasileiras:

<b>Ratings</b>	
1	<b>Excelente</b>
2	
3	<b>Ótimo</b>
4	
5	
6	<b>Bom</b>
7	
8	
9	
10	<b>Regular</b>
11	
12	
13	
14	<b>DEFAULT</b>
15	

**Figura 11 – Classificação de Ratings quanto às classes de risco**

Fonte: elaborado pelo autor.

A método aplicado tem por objetivo comparar e contrastar as semelhanças e diferenças entre o rating de crédito obtido pela aplicação da ferramenta desenvolvida em relação ao parecer das agências de *rating* ressaltando quais fatores contribuíram para as conclusões e verificando a validade da ferramenta como instrumento de análise de crédito corporativo entre empresas.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na tabela abaixo segue a consolidação dos resultados obtidos através da aplicação da ferramenta de *credit rating* comparado aos pareceres emitidos pela S&P:

Empresa	Rating Ferramenta		Rating S&P	
	Rating	Parecer	Rating	Parecer
Aços Vilares S.A.	5	Ótimo	brA	Forte capacidade de pagto.
ALL - América Latina Logística S.A.	5	Ótimo	brA-	Forte capacidade de pagto.
Bandeirante Energia S.A.	7	Bom	brA-	Forte capacidade de pagto.
Brasil Telecom S.A.	7	Bom	brAA+	Alta qualidade de risco.
Braskem S.A.	5	Ótimo	brAA	Alta qualidade de risco.
Camargo Corrêa Cimentos S.A.	5	Ótimo	brAA	Alta qualidade de risco.
Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	4	Ótimo	brA+	Forte capacidade de pagto. Adequada capacidade de pagto.
Companhia Energética de Pernambuco S.A.	5	Ótimo	brBBB+	Adequada capacidade de pagto.
Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina	6	Bom	brBBB+	Adequada capacidade de pagto.
Companhia Siderúrgica Nacional	4	Ótimo	brAA-	Alta qualidade de risco.
Diagnósticos da América S.A.	7	Bom	brA	Forte capacidade de pagto.
Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.	6	Bom	brA-	Forte capacidade de pagto. Adequada capacidade de pagto.
Fertibrás S.A.	9	Bom	brBBB-	Adequada capacidade de pagto.
Gafisa S.A.	3	Ótimo	brBBB+	Adequada capacidade de pagto.
Klabin S.A.	2	Excelente	brAA-	Alta qualidade de risco.
La Fonte Participações S.A.	5	Ótimo	brA-	Forte capacidade de pagto.
MRS Logística S.A.	7	Bom	brAA	Alta qualidade de risco.
Net Serviços de Comunicação S.A.	3	Ótimo	brBB-	Provável capacidade de pagto.
Rio Grande Energia S.A.	6	Bom	brA+	Forte capacidade de pagto.
Telemar Norte Leste Participações S.A.	7	Bom	brAA	Alta qualidade de risco.
Tractebel Energia S.A.	5	Ótimo	brA+	Forte capacidade de pagto.
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	4	Ótimo	brAA+	Alta qualidade de risco.
Votorantim Celulose e Papel	2	Excelente	brBBB-	Adequada capacidade de pagto.

**Figura 12 – Resultados obtidos**

Fonte: elaborado pelo autor

Em 78,26% das observações o resultado obtido pela ferramenta convergiu para o parecer da Standard&Poor's havendo quase que equivalência entre as classificações "Bom"/"Ótimo" e "Alta qualidade de risco"/"Forte capacidade de pagamento". Indicando que, de um modo geral, a ferramenta satisfaz seus objetivos identificando assim como a opinião "de mercado" a probabilidade de adimplência dos clientes corporativos.

Em contrapartida, em 21,74% das observações não houve convergência quanto à classificação de rating obtida via ferramenta *credit rating* e o parecer emitido pela Standard&Poor's. Os casos serão analisados isoladamente a seguir.

No caso da Fertibrás S.A. a análise de crédito realizada via ferramenta classificou a empresa com uma classe de risco 9, considerado um bom rating corporativo uma vez que a empresa apresenta uma liquidez corrente razoável. Contudo, o alto grau de endividamento (274%) e o momento desfavorável pelo qual o segmento de fertilizantes está passando, recomendariam um parecer "regular" de rating corporativo, mais condizente com a classificação emitida pela S&P de "Provável capacidade de pagamento" indicando uma direção para incerteza. Neste caso evidencia-se um falha na ferramenta ao classificar empresas com classe de risco = 9 como parecer "bom", quando, estariam mais adequadamente classificadas como "Regular". Cabe destacar que a Fertibrás obteve a pior classificação dentro da amostra analisada, reforçando assim a afirmação anterior.

A Votorantim Celulose e Papel S.A. pontuou uma classe de risco 2 na ferramenta, categoria considerada "Excelente" para fins de crédito de curto prazo, conforme avalia a ferramenta, mas obteve uma classificação brBBB- da S&P traduzida em "adequada capacidade de pagamento". Esta discrepância entre as análises, a de maior proporção dentro da amostra é ocasionada devido à análise, por parte da S&P, de parâmetros não contemplados pela ferramenta, a saber: A S&P alega que o desempenho financeiro da VCP em 2005 foi fraco em relação à 2004, devido à desaceleração no mercado interno de papel (cerca de 60% do volume de vendas se dá no mercado interno) e à apreciação do real, que afetou negativamente a posição de custo da empresa, bem como facilitou a entrada de papéis importados e reduziu o volume de exportações de cadernos fabricados no país. Além disso, a S&P declara que a margem EBITDA caiu cerca de 34% em

relação ao período anterior e que a aquisição da Ripasa acarretou índices de alavancagem considerados altos para sua categoria de *ratings*.

Na avaliação da ferramenta desenvolvida de *credit rating*, a Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina obtém uma classificação de risco 6, considerada uma boa perspectiva de crédito corporativo, a S&P, por sua vez, classifica a empresa como “adequada capacidade de pagamento” diria-se um nível abaixo da classificação da ferramenta. No que tange às avaliações da ferramenta a situação financeira razoável da empresa foi aliviada pela nota atribuída ao segmento de energia elétrica, que está em processo de expansão e regularização. A própria Cataguazes está em conclusão do processo de desverticalização, passando a dedicar-se mais intensamente à atividade fim: distribuição de energia. Já a avaliação da S&P ateve-se mais à fraca condição financeira apresentada pela empresa. Ou seja, na análise da ferramenta houve um superdimensionamento da nota atribuída ao segmento de atuação da Cataguazes.

Na análise de crédito da Gafisa S.A. a ferramenta de *credit rating* contemplou uma classe de risco igual a 3, categorizado com um “Ótimo” *rating* corporativo com base na excelente liquidez corrente (3,18) da empresa, na boa margem líquida (9%) e no equilíbrio do endividamento de curto e longo prazo. A S&P, por sua vez, reconhece a posição de liquidez robusta da empresa, mas também alega que ainda não houve uma melhora significativa dos indicadores financeiros da organização e que a mesma vem apresentando geração operacional de caixa negativa, como conseqüente aumento das necessidades de capital de giro, ou seja, que se a Gafisa não tomar as medidas cabíveis estará sofrendo do “Efeito Tesoura”.

No caso da Companhia Energética de Pernambuco – CELPE, a ferramenta atribuiu uma classe de risco igual a 5, traduzido no conceito de “Bom” crédito corporativo levando em consideração a liquidez corrente satisfatória (1,38), a boa margem líquida (8%), o endividamento de curto prazo não preocupante (36%) e o segmento de energia elétrica, que conforme descrito anteriormente passa por um bom momento. A S&P considerou em sua análise os fracos indicadores de proteção do fluxo de caixa da empresa uma vez que a mesma não conseguiu implementar o reajuste tarifário total concedido pela ANEEL em 2005 (houve uma redução do reajuste tarifário de 32,54% para 9,81%), depois de expedida liminar da Justiça Federal de Pernambuco contar o aumento da tarifa. Ademais a S&P alega que a

CELPE ainda está enfrentando o desafio de redução do índice de perdas de energia (que foi de 18% no último período, enquanto que nas demais distribuidoras este percentual é de 14%), o que restringe de certa forma a capacidade da empresa para melhorar sua geração de caixa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O número de empresas avaliadas foi reduzido visto estar limitado a quantidade de pareceres de *ratings* divulgados no website da Standard&Poor's e à disponibilidade dos demonstrativos financeiros referentes a dezembro de 2005, que foram a base para os cálculos dos indicadores. Mesmo com o número relativamente pequeno de observações pode-se tirar algumas conclusões quanto ao atendimento dos objetivos propostos para a ferramenta de *credit rating* desenvolvida neste estudo.

Quanto à determinação dos indicadores empregados na ferramenta, ou mais especificamente, às ponderações aplicadas a cada um destes cabe destacar no índice de giro do ativo não houve diferença entre as ponderações para as 23 empresas analisadas, ambas obtiveram peso 0 neste quesito. Esta observação determina que as faixas de ponderação para esta variável devem ser revistas, diminuindo a abrangência das faixas classificatórias ou categorizando este indicador por segmento de atuação.

Os pesos do indicador de endividamento geral também pouco variaram de empresa a empresa, estando a grande maioria das observações (22 empresas) categorizadas com peso igual a 2 no indicador, também sugerindo que sejam revistas as faixas classificatórias para esta variável, adequando-a aos resultados observados.

A partir da aplicação deste estudo pode-se dizer, de certa forma, que as empresas têm condições de avaliar o crédito corporativo dos clientes que desejam efetuar pagamento das operações em curtíssimo prazo (30 dias) através de informações públicas, exclusivamente.

De um modo geral, a ferramenta convergiu para os pareceres emitidos pela Standard&Poor's, mas ainda há uma porcentagem significativa das observações (quase 22%) que destoam das opiniões ditas "de mercado".

Para efetivamente validar a presente ferramenta seria necessário uma amostra maior de observações e de preferência que estas observações sejam compostas pelo histórico de pagamentos das empresas no intuito de verificar a concordância entre a classificação de crédito corporativo atribuída em contraparte à real observação de adimplência ou inadimplência nas operações realizadas pela organização.

Teria ainda de ser feita a adequação dos índices utilizados para análise por setor de atuação traduzindo assim uma realidade mais fidedigna quanto à posição das empresas perante seus mercados de atuação.

Fica exposta aqui a intenção de continuação deste estudo no sentido de suprir as falhas aqui relatadas e no intuito de aprimorar a ferramenta de *credit rating* de forma que a mesma represente, da maneira mais acurada possível, a real situação creditícia das empresas analisadas em consonância com a opinião “de mercado” sobre as mesmas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução 2.682/99. Brasília: 31.12.1999

BRACHFIELD, Pere J. **Cómo vender a crédito y cobrar sin contratiempos**. Espanha: Planeta DeAgostini Profesional y Formación, SL., 2003.

EIFERT, Daniel Soares. **Análise quantitativa na concessão de crédito versus inadimplência**: um estudo empírico. Dissertação – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.

FLEURIET, Michel. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

HALE, Roger H. *Credit analysis – a complete guide*. New Jersey: Wiley Interscience, 1983.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1985.

MARQUES, Luís Fernando Bicca. **Gerenciamento do risco de crédito**: cálculo do risco de crédito para a carteira de um banco de varejo. Dissertação – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

PADOVEZE, Clóvis Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das demonstrações financeiras**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.

ROESCH, Silvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**: guias para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudo de casos. São Paulo: Atlas, 1999.

SCHRICKEL, Wolfgang Hurt. **Demonstrações financeiras**: abrindo a caixa preta: como interpretar balanços para a concessão de empréstimos. São Paulo: Atlas, 1997.

SECURATO, José Roberto (coord.). **Crédito: análise e avaliação do risco**. São Paulo: Saint Paul, 2002.

SILVA, José Pereira da. **Gestão e análise de risco de crédito**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

VAN HORNE, James C. **Fundamentos de administração financeira**. Rio de Janeiro: Prentice Hall do Brasil, 1992.

WESTON J. Fred; BRIGHAM, Eugene P. **Administração Financeira de Empresas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Interamericana, 1979

Site institucional Equifax

Disponível em <[www.equifax.com.br](http://www.equifax.com.br)> Acesso em: novembro de 2005.

Site Institucional Moody's

Disponível em <[www.moody.com.br](http://www.moody.com.br)> Acesso em: 03 out. 2005.

Site Institucional Serasa

Disponível em <[www.serasa.com.br](http://www.serasa.com.br)> Acesso em: nov-dez de 2005

Site Institucional Standard&Poors

Disponível em <[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)> Acesso em: 14 out. 2005.

Site Institucional Fitch

Disponível em <[www.fitch.com.br](http://www.fitch.com.br)> Acesso em jan-abr de 2006.