



## **Análise Sobre a Relação entre o Índice de Sustentabilidade Empresarial e o Rating da Moody's**

Andrea Simoni Kiekow, Rejane Remussi, Diego Luis Bertollo, Marta Elisete Ventura Motta,  
Sergio Cavagnoli Guth, Suzana Leitao Russo

### **RESUMO**

Em um contexto competitivo e globalizado, faz-se necessário que as empresas garantam sua evolução e acompanhem as mudanças que diariamente o mercado econômico apresenta. A durabilidade de estratégias empresariais diminui com as incertezas do mercado, ocasionando a necessidade de mudanças com processos de reestruturação contínua. O objetivo deste estudo é analisar uma relação direta existente entre o ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial apurado pela Bolsa de Valores de São Paulo e o *Rating* Moody's. Buscou-se verificar que empresas possuem ISE na carteira de 2014 e sua relação com o grau de investimento da Moody's. A metodologia utilizada é descritiva baseada em pesquisa documental e bibliográfica. Os resultados encontrados após a análise dos dados das 40 empresas, foram que 67,5% das empresas listadas no Bovespa com o ISE, possuem o rating em escala global e ou nacional de acordo com a classificação de *Rating* da Moody's.

### **1 INTRODUÇÃO**

O processo de globalização da economia intensificou-se nas últimas décadas, o que configura como resultado da abertura comercial e financeira das economias. Deste modo, deflagrou-se o acirramento da concorrência tanto no âmbito nacional como internacional, surgindo a necessidade nas empresas pela elevação e manutenção da competitividade. Através de relatórios de empresas onde foi analisado o quanto as empresas estão sendo competitivas e conseguindo posicionar-se na economia tanto nacional quanto global. As constantes mudanças nas regras econômicas nacionais tornaram cada vez mais difícil a sustentação nas empresas de regras para manter-se no patamar de empresas sustentáveis e com grau de investimento.

Perante a necessidade de mudanças e o agravamento das questões ambientais, econômicas e sociais em escala mundial, aliados a pressão por parte dos grandes mercados consumidores, às práticas e princípios sustentáveis, bem como a preservação do meio ambiente, as empresas que desejam tornar-se competitivas devem possuir planos de competitividade empresarial.

Para que as organizações possam contribuir para a sustentabilidade faz-se necessário que as mesmas modifiquem seus processos produtivos, quando houver necessidade, com o intuito de tornar-se ecologicamente sustentáveis. Essas ações implicam em construir sistemas de produção que não causem impactos negativos e que contribuam na recuperação de áreas degradadas ou ainda oferecendo produtos e serviços que colaborem para a melhoria do desempenho ambiental dos consumidores e clientes de uma indústria.

O artigo apresenta a fundamentação teórica, onde são explorados os conceitos de ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) e o *Rating* Moody's, enquanto agência de classificação de risco (agência de *rating*) como instituição que estabelece critérios de classificação de risco de crédito de títulos, empresas e países, e a seguir, a análise e classificação Moody's.

O referencial aborda o conceito e implicações do Grau de Investimento, a metodologia de pesquisa e análise e discussão dos resultados levantados através da pesquisa, e em seguida, as considerações finais.



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A competitividade empresarial, aliada à dinâmica dos negócios e à globalização, permite a verificação das formas de demonstração do desempenho econômico e a posição das organizações. Por outro lado, verificou-se que a *performance* de uma organização pode sofrer interferências econômicas de políticas governamentais, gerando alterações de estratégias e maiores dificuldades para atingir os objetivos (SIMS, 1980).

Diante disto "as empresas vêm redescobrando indicadores tradicionais no campo da economia e das finanças, porém formulados de maneira bastante moderna e sofisticada, disseminando seu uso de forma globalizada" (ASSAF NETO, 2002, p. 206). Pode-se verificar abaixo que historicamente, a análise financeira sempre esteve muito ligada à necessidade de identificação da solidez e da *performance* das empresas.

Quadro 1 – Histórico das demonstrações financeiras

| ANO  | HISTÓRICO   |
|------|---|
| 1880 | Em 1880 nos Estados Unidos era procedimento rotineiro dos bancos comerciais solicitarem demonstrações contábeis para avaliação de seus clientes (tomadores de recursos).  |
| 1913 | A primeira legislação de Imposto de Renda Federal (The First Federal Income Tax Code), nos Estados Unidos, incrementou significativamente a demanda por dados financeiros confiáveis. A primeira década do século XX foi marcada pelo uso de índices financeiros; o índice de liquidez corrente (ativo circulante dividido pelo passivo circulante) foi o indicador mais utilizado.               |
| 1920 | As agências de crédito, associações comerciais e instituições acadêmicas passaram a desenvolver análise de demonstrações contábeis de forma mais intensa. Foram criados padrões de índices para segmentos de atividades. Empresas como a Dun & Bradstreet começaram a publicar periodicamente avaliação da performance das empresas e estatísticas dos índices dos segmentos de atividade.        |
| 1932 | Paul J. Fitz Patrick selecionou 19 empresas que haviam falido no período de 1920 a 1929 e iniciou o estudo para observar a tendência dos indicadores dessas empresas, ao longo dos últimos anos que antecederam as quebras. Em 1934 ocorre a formação da Securit and Exchange Comisson (SEC) <sup>1</sup> que contribuiu para exigir informações financeiras mais detalhadas e confiáveis.        |
| 1960 | Tamari usou uma espécie de “composto ponderado” de vários índices com o objetivo de prever insolvências, utilizando uma amostra de empresas industriais norte-americanas.   |
| 1966 | Reaver coletou dados sobre falências, não pagamento de dividendos e inadimplências com debenturistas, de 79 empresas, no período de 1954 a 1964, para comparar com os dados de outras 79 empresas de boa saúde financeira, atuantes nas mesmas atividades e de mesmo porte.   |
| 1968 | Edward Altman utilizou uma nova metodologia (análise discriminante múltipla) para prever insolvência de empresas, nos Estados Unidos. Posteriormente, Altman desenvolveu estudo com empresas brasileiras, publicado pela Revista RAE em 1979.   |
| 1978 | Brasil, Stephen Kanitz publicou seu modelo chamado “termômetro de insolvência”, em seu livro Como prever falências, publicado em 1978.  |
| 1982 | José Pereira da Silva desenvolveu os “modelos para classificação de empresas com vistas à concessão de crédito” (modelo Pereira), utilizando análise discriminante, novos indicadores financeiros e segmentação das empresas por Estados, regiões e atividades. Esse estudo atingiu níveis de acertos excelentes na previsão de insolvência, superando os demais modelos até então desenvolvidos. |

Fonte: Elaborado pelos autores adaptado de Assaf Neto (2002).

No ano de 2005, a Bolsa de Valores de São Paulo difundiu o indicador intitulado Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), esse indicador é constituído pela carteira de ações emitidas por empresas que demonstram grau elevado de engajamento com responsabilidade social e sustentabilidade (MACHADO; MACHADO; CORRAR, 2009).

### 2.1 ISE – ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

O ISE é uma ferramenta para análise comparativa do desempenho, de algumas empresas listadas na bolsa de valores sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada



em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa (BOVESPA, 2014).

A sustentabilidade corporativa refere-se ao comportamento das empresas que são susceptíveis de sustentabilidade, ou seja, o desenvolvimento de atividades dentro da organização que possam criar oportunidades para o desenvolvimento sustentável. Dessa forma, a Bovespa amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade. Pode-se diferenciar estes termos através da qualidade; do nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável; da sua equidade e transparência; da prestação de contas; conforme a natureza do produto; através do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas (BOVESPA, 2014).

Friedman (1970) reforça que a única responsabilidade social da empresa é a de gerar lucros e riquezas para seus acionistas tendo como responsabilidade o desempenho econômico, onde qualquer posição diferente dessa irá enfraquecer as empresas e o sistema capitalista. Por outro lado Silva e Quelhas (2006), afirmam que a procura por investimentos socialmente responsáveis tem determinado a criação de índices de ações, para identificar as empresas que incorporem esses conceitos em diversos países. No caso do Brasil, Rezende et al (2010) afirmam que o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), baseia-se nos moldes dos índices *FTSE4 Good Series*, *Dow Jones Sustainability Indexes* (DJSI) e *Johannesburg Stock Exchange SRI Index*.

Objetivando atender à crescente demanda por investimentos socialmente responsáveis e rentáveis, no final de 2005, foi criado pela Bovespa, em conjunto com outras instituições (ABRAPP, ANBID, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto ETHOS) o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), o primeiro na área na América Latina (TEIXEIRA, NOSSA; FUNCHAL; 2011).

Diante de tal cenário, Sadowski et al (2010), afirmam que, a fim de facilitar a identificação das organizações adequadas aos critérios da Responsabilidade Social Corporativa, foram criados diferentes classificações, prêmios e índices. Esses critérios identificam as empresas que compõem a carteira ISE, e buscam analisar empresas que possam, através de seus custos de capital, comparados aos Índices de Sustentabilidade Empresarial. A partir desta análise, o foco está nas organizações altamente valorizadas pelo mercado e pode-se assim definir que a base de comparação seriam as empresas presentes no Ibovespa. A escolha justifica-se em virtude do Ibovespa ser considerado um dos indicadores, na avaliação do desempenho médio de cotações no mercado de ações brasileiro, contendo em sua carteira os ativos de maior negociabilidade e representatividade deste mercado (BOVESPA, 2014).

Segundo o site da Dow Jones (2014), o Dow Jones Sustainability World Index (DJSI) acompanha o desempenho das ações das empresas consideradas importantes no mundo, sem excluir nenhuma indústria por termos econômicos, ambientais e sociais. Os índices da Dow Jones, ao redor do mundo, servem como referência para os investidores que integram as considerações de sustentabilidade em suas carteiras, fornecendo uma plataforma de engajamento eficaz para as empresas que vislumbram adotar as melhores práticas sustentáveis.

No processo anual de seleção, as empresas com as 200 ações mais negociadas na bolsa podem se inscrever no próprio *website* do índice. Após realizar uma pré-classificação, as empresas candidatas selecionadas são convidadas a responder um questionário, onde a partir de tais informações, a Bovespa constitui a carteira do ano vigente, sendo que esta não excede o número de 40 empresas (BOVESPA, 2014).

O processo seletivo visa avaliar as empresas a partir de 7 dimensões principais: a geral; a de natureza do produto; a de governança corporativa; econômico-financeira; a social; a ambiental; e as mudanças climáticas (BOVESPA, 2011; CENTRO DE ESTUDOS EM



SUSTENTABILIDADE, 2012a, 2012b). O material divulgado pela Bovespa (2012) discorre sobre cada uma das dimensões do ISE:

Quadro 2 – Dimensões do Índice de Sustentabilidade Empresarial

| Dimensões                                 | Descrição   |
|---|---|
| Dimensão geral                            | Compromissos com o desenvolvimento sustentável; alinhamento às boas práticas de sustentabilidade, tais como remuneração vinculada ao desempenho socioambiental da empresa e adoção de dispositivo que propicie uma correlação entre riscos assumidos, a remuneração efetivamente paga e o resultado da companhia; transparência nas informações corporativas; compromissos e práticas de combate à corrupção. |
| Dimensão da natureza do produto           | Impactos pessoais e difusos dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas; adoção do princípio da precaução e disponibilização de informações ao consumidor.  |
| Dimensão governança corporativa           | Relacionamento entre sócios, estrutura e gestão do Conselho de Administração; processos de auditoria e fiscalização; práticas relacionadas à conduta e conflitos de interesses.   |
| Dimensões econômico - financeira e social | Políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal.   |
| Dimensão ambiental                        | Possui questionários diferentes para cada grupo de setores econômicos, que consideram as especificidades de cada setor.   |
| Dimensão mudança climática                | Política corporativa, gestão, desempenho e nível de abertura das informações sobre o tema.  |

Fonte: Elaborado pelos autores adaptado de Bovespa (2012).

## 2.2 RATING MOODY'S

As agências de classificação de risco (agências de *rating*) são instituições que estabelecem critérios de classificação de risco de crédito de títulos, empresas e países. Tais critérios baseiam-se principalmente na capacidade de geração de caixa da empresa emissora e nas garantias e fianças por ela oferecidas (BOVESPA, 2014).

As empresas de *rating* apresentam-se como independentes de quaisquer interesses, quer por parte de governos ou de empresas privadas. A *Moody's* fez as primeiras classificações em 1909, quando seus primeiros clientes foram as empresas de ferrovias dos Estados Unidos, seguidas das indústrias em geral e as companhias de utilidades públicas.

Como objetivo, a *Moody's* oferece aos investidores um sistema simples de gradação pelo futuro de crédito relativo aos títulos a serem aferidos. Para a *Moody's* (1999a, p.5), o *rating* constitui-se em “[...] opinião sobre a capacidade futura, a responsabilidade jurídica, e a vontade de um emitente de efetuar, dentro do prazo, pagamentos do principal e juros de um título de dívida específico de renda fixa [...]”. Baseado neste conceito, a agência tem alertado pelo fato de que o *rating* não é uma recomendação de compra ou venda ou mesmo indicação para um investidor específico, apesar de parecer o contrário (MOODY'S, 1999).

Dessa forma, a *Moody's* América Latina (*Moody's* Brasil), desde 1997 presta serviços de *rating* de qualidade aos investidores e emissores do Brasil. Atualmente, a mesma atribui *ratings* a centenas de emissores corporativos, estruturados e financeiros. Os analistas brasileiros cobrem setores como bancos, seguradoras, gestores de recursos, empresas de diversos setores, companhias de infraestrutura e *project finance*, além de operações estruturadas.

A partir da apresentação e oferta de produtos e serviços ao mercado financeiro brasileiro, a *Moody's* oferece, ainda, análises de crédito, relatórios especiais, metodologias de *rating*, conferências e teleconferências. Através das metodologias de *rating* da *Moody's* e o objetivo de fornecer uma ferramenta de referência podendo ser utilizada na avaliação de perfis



de crédito dentro de um dado setor ou linha de negócios, ajudando os emissores, investidores, e outros participantes do mercado a compreender como as principais características qualitativas e quantitativas de risco podem afetar os *ratings* (MOODY'S, 1999).

As metodologias explicam a abordagem da Moody's para avaliação do risco de crédito a partir de origens diferentes linhas de negócios. Portanto, estas metodologias não incluem um tratamento exaustivo de todos os fatores refletidos nos *ratings* da Moody's, mas deve permitir a compreensão das principais considerações e índices financeiros utilizados para derivação de *ratings* (MOODY'S, 1999).

Os *Ratings* em Escala Nacional da *Moody's* (NSRs) são avaliações relativas da idoneidade creditícia dentro de um grupo restrito, quando comparado com o universo total das entidades classificadas pela *Moody's*, e são, portanto, diferentes dos *ratings* na escala global da *Moody's*. O grupo de NSR costuma se limitar aos emissores ativos dentro de um único mercado doméstico de capitais, sendo que esses emissores podem estar entre as empresas domésticas, subsidiárias ou filiais de bancos, empresas estrangeiras ou até mesmo emissores *offshore*, registrando títulos de dívidas por vendas dentro de um dado mercado de capitais (MOODY'S, 1999).

Os *ratings* na Escala Nacional podem ser atribuídos a qualquer obrigação de dívida oferecida dentro de um mercado doméstico de capitais, denominada ou não na moeda local relevante, com todos os elementos de risco de crédito apropriados – inclusive transferibilidade e conversibilidade – incluídas no *rating*. A definição pela *Moody's* de risco de crédito define-se em como, uma entidade não cumprir com suas obrigações contratuais e financeiras na devida data de vencimento e qualquer perda financeira estimada em caso de incumprimento (*default*), os *ratings* de crédito não incidem sobre qualquer outro risco de valor de mercado, incluído, nomeadamente: risco de liquidez, risco de valor de mercado ou volatilidade de preço (MOODY'S, 1999).

Para Bruni (2010), os índices de liquidez são necessários para avaliar a capacidade financeira da empresa com relação à quitação de seus compromissos com terceiros, demonstrando a proporção entre bens e direitos com obrigações assumidas. Conforme Silva (2013), o BACEN, através da Resolução no 2682/99, determina que os bancos devem classificar suas operações e fazer a provisão para perda com crédito. A escala de *rating* definida pelo BACEN considera os dados financeiros da empresa.

A qualidade da carteira de crédito do banco dependerá de sua capacidade de avaliar os riscos dos clientes através da análise financeira. A análise de crédito abrange outros componentes como o segmento em que a empresa atua, sua capacidade gerencial e o caráter de seus administradores, enquanto a capacidade do banco avaliar o risco de seu cliente é um componente do risco de crédito (BACEN, 2015).

As Escalas Globais de *Rating* da *Moody's* dividem-se em escalas globais de longo e de curto prazo. *Ratings* de longo prazo são atribuídos a emissores ou a dívidas com um prazo de vencimento original igual ou superior a um ano, e refletem tanto a probabilidade de *default* sobre os pagamentos contratualmente acordados quanto a perda financeira esperada em caso de *default*. No quadro 3 segue a descrição das escalas (BACEN, 2015).



Quadro 3 - Classificação de Rating de Longo Prazo em Escala Global

| Escala | Descrição   |
|--------|---|
| Aaa    | Consideradas da mais alta qualidade, sujeitas ao nível mais baixo de risco de crédito.  |
| Aa     | Consideradas de alta qualidade e estão sujeitas a um risco de crédito muito baixo.  |
| A      | Consideradas de grau superior médio e estão sujeitas a baixo risco de crédito.  |
| Baa    | Consideradas de médio grau e estão sujeitas ao risco de crédito moderado, por isso podem apresentar certas características especulativas. |
| Ba     | Consideradas especulativas e estão sujeitas a substancial risco de crédito.   |
| B      | Consideradas especulativas e estão sujeitas a elevado risco de crédito.   |
| Caa    | Consideradas especulativas de baixo resultado e estão sujeitas a risco de crédito muito elevado.  |
| Ca     | Consideradas altamente especulativas, tem baixos resultados, com alguma perspectiva de recuperação do principal e juros.                  |
| C      | Consideradas as classificações mais baixa e apresentam poucas perspectivas de recuperação do principal ou juros.                          |

Fonte: Elaborado pelos autores, conforme BACEN.

As classificações de *Ratings* de Curto Prazo em Escala Global são atribuídos a dívidas com prazo de vencimento original igual ou inferior a treze meses e refletem a probabilidade de *default* dos pagamentos contratualmente acordados (BACEN, 2015).

Quadro 4 - Ratings de Curto Prazo em Escala Global

|       |  |
|-------|--|
| P – 1 | Emissores (ou instituições de suporte) classificados como prime-1 tem capacidade superior de cumprir com as suas obrigações no curto prazo.  |
| P – 2 | Emissores (ou instituições de suporte) classificados como Prime-2 tem alta capacidade de cumprir com as suas obrigações no curto prazo.      |
| P – 3 | Emissores (ou instituições de suporte) classificados como Prime-3 tem capacidade aceitável de cumprir com as suas obrigações no curto prazo. |
| NP    | Emissores (ou instituições de suporte) classificados como Not Prime não se encaixam dentre os requisitos das categorias Prime.               |

Fonte: Elaborado pelos autores conforme BACEN.

Dessa forma pode-se verificar a seguir, como são caracterizadas as análises de classificação de risco de crédito na Moody's.

### 2.3 ANÁLISE DA CLASSIFICAÇÃO MOODY'S

Conforme as agências de análise de crédito, a classificação de risco de crédito se dá da seguinte forma: i) levantamento de informações, relatórios anuais, prospectos circulares de ofertas, memorandos de oferta, tendências de preços, volume de transações, discussões com fontes especializadas do setor; ii) suficientes para avaliar o risco que os investidores incorrem ao possuir um determinado título; iii) desenvolvimento e definição, em comitê, da classificação de crédito apropriada; iv) monitoramento contínuo para determinar se o *rating* está adequado ou deve ser alterado; v) informação ao mercado sobre a classificação (MOODY'S, 1999).

Como exemplos da utilização das classificações feitas pelas agências de análise de crédito são os grandes fundos de pensão americanos que possuem regras de gestão de ativos determinadas pelos órgãos reguladores que limitam a detenção de ativos classificados como “grau de especulação” (FMI, 1999). As classificações de risco de crédito emitidas pela Moody's sobre emissores corporativos ou obrigações são baseadas, primeiramente, em análises de demonstrações financeiras, avaliação de estratégias de negócios e posicionamento na indústria, entre outras informações relevantes. As classificações de risco de crédito de instrumentos financeiros estruturados baseiam-se, primeiramente, na análise da estrutura legal da operação, nos fluxos de caixa associados aos ativos subjacentes à transação e em outros



riscos que possam afetar os fluxos de caixa de tais instrumentos financeiros (MOODY'S, 1999).

As análises da Moody's dependem necessariamente da qualidade, plenitude e veracidade das informações disponíveis, sejam elas públicas ou fornecidas de maneira confidencial aos analistas da Moody's. Para chegarmos a uma classificação de risco, é fundamental a definição da quantidade de indicadores necessários, e a importância relativa de cada um dos indicadores. A quantidade de índices que pode ser desenvolvido é quase que ilimitada, dependendo fundamentalmente dos propósitos da análise e da experiência do analista (SILVA, 2013).

A metodologia da Moody's para a determinação dos *ratings* envolve uma avaliação de fatores quantitativos e qualitativos. Muitas dessas metodologias incluem referências a modelos, que são ferramentas de análise usadas para delinear as implicações dos conjuntos de premissas de forma consistente e rigorosa. Cada modelo possui premissas simplificadoras e, por consequência, pode excluir diversos fatores relevantes de crédito. Os comitês individuais de crédito dependem dos modelos como ferramentas em diversos graus, variando de acordo com os fatos e circunstâncias do setor e do emissor em particular. As metodologias atuais de *rating* da Moody's, as quais são periodicamente atualizadas, juntamente com as descrições dos modelos utilizados quando aplicável (SILVA, 2013).

As características qualitativas das demonstrações contábeis são dispostas de forma integrada, complementando de forma harmônica. São quatro as características dessas demonstrações: a compreensibilidade; sua relevância; sua confiabilidade e comparabilidade. O analista deve dimensionar a amplitude de sua análise, a fim de não ser necessário adicionar índices, muitas vezes sem avaliar a contribuição que estes acrescentam à sua análise. Dessa forma, é importante identificar quais índices devem ser selecionados como referencial de avaliação da empresa e quais terão função complementar no auxílio do analista, na sua interpretação da tendência da empresa. O número de índices a serem utilizados devem levar em consideração quatro pontos: i) utilidade dos índices; ii) sua contribuição; iii) praticidade; iv) segurança (SILVA, 2013).

### 3 GRAU DE INVESTIMENTO

Conquistar o grau de investimento pelas grandes agências internacionais de *rating* como a Moody's, S&P ou Fitch continua sendo considerado um marco para uma empresa ou um país, uma vez que uma emissão classificada como *investment grade* terá maior facilidade de acesso ao crédito e com custos menores. Com efeito, muitas entidades – corretoras, bancos, fundos de mercado monetário, companhias seguradoras, fundos de pensão, entre outras – por força de seus estatutos, só podem investir em ativos considerados de baixo risco (PRATES; FARHI, 2009).

Para Cantor e Parker (1995), embora os *ratings* tenham se tornado um pré-requisito para as emissões soberanas no mercado internacional de bônus, sua influência nos rendimentos de mercados específicos é mais limitada. A classificação do risco soberano, realizada pelas agências de *rating*, ao estimar a probabilidade de moratória do governo (incluindo a suspensão do pagamento de juros ou principal no prazo de vencimento bem como a reestruturação da dívida sem consentimento dos credores), tem como objetivo principal reduzir a assimetria de informação existente entre investidores e países emissores de títulos de dívida pública.

As críticas e questionamentos intensificam-se em momentos de crise econômica tanto de países como de empresas. Canuto e Santos (2003), argumentam que avaliações negativas realizadas pelas agências podem contribuir para prolongar e agravar crises. Reinhart, (2002) e Sy (2003), afirmam que durante a crise asiática as avaliações de *rating* da Tailândia, Indonésia e Coréia, não demonstravam os riscos de possuir títulos da dívida desses países. As agências



defendem-se, argumentando que a avaliação de grau de investimento reflete a maior capacidade para administrar as obrigações em momentos de crise em relação a países classificados como grau de especulação, mas não determina o poder financeiro de um país no cumprimento de suas obrigações.

Com o desenvolvimento desses mecanismos pode-se atenuar as assimetrias da informação. Em primeiro lugar, foram criadas empresas privadas (*Credit Rating Agencies*) com o objetivo específico de fornecer indicadores comparativos dos riscos de um universo de títulos de dívida (classificações de riscos de crédito) das empresas e, posteriormente, dos países, que buscavam obter recursos nos mercados financeiros (LYON, 2009).

A modalidade de risco mais difundida e calculada pelas agências é o risco soberano que possui o propósito de avaliar a capacidade de pagamento da dívida de um país. As agências classificam a capacidade de pagamento dos países atribuindo-lhes determinada nota, que está inserida em algum grau (PRATES; FARHI, 2009).

Os governos com dificuldades em honrar seus compromissos, podem receber notas situadas no grau especulativo, já os países com boa capacidade de pagamento recebem notas inseridas em grau de investimento. Esta divisão em graus é importante, pois segundo Vieira (2008, p.3), "há fundos de pensão em muitos países, especialmente na Ásia e Europa, que só podem aplicar em mercados que já contam com o *investment grade*".

Cantor e Packer (2005), explicam importância de *Ratings* soberanos não somente porque alguns dos maiores atuantes no mercado de capitais internacionais são governos nacionais, mas também, porque seus anúncios afetam os *ratings* concedidos aos tomadores de empréstimos de mesma nacionalidade.

Segundo Gomes (2008), a diferença entre o *rating* de crédito soberano ou risco soberano e o risco-país está embasada pelo fato de o risco-país ser a diferença da rentabilidade dos títulos de um país da chamada taxa livre de risco. O mercado considera como taxa livre de risco aquela taxa paga pelo tesouro dos Estados Unidos. O risco soberano é caracterizado como a opinião das agências de risco sobre a qualidade do crédito do país.

Na avaliação do Grau de Investimento Corporativo as organizações são classificadas em uma escala que percorre da alta probabilidade de não cumprimento até a total capacidade de pagar as dívidas dentro do prazo estabelecido. Tecnicamente, elas são arranjadas em um *ranking* com notas e são agrupadas em categorias, divididas em grau de investimento e grau especulativo. A melhor qualificação que uma corporação pode atingir nas agências de *rating* é AAa (para a Moody's) ou AAA, sendo que tanto a agência *Standard & Poor's* quanto a *Fitch*, usam os mesmos símbolos). Por outro lado, a pior é o C (*Moody's*) ou D (*Standard & Poor's e Fitch*). Conforme Albanes e Valle (2009), as corporações de maior risco tendem a ser menos endividadas, pois quanto maior o risco será maior a probabilidade de inadimplência, bem como a redução da capacidade de financiamento por parte das mesmas.

Segundo Rogers (2008), as empresas que melhoram a situação de endividamento e passam a negociar ações no novo mercado são bem vistas pelos investidores estrangeiros. Esse pode ser um primeiro passo, pois o título de *investment grade* é uma consequência para a empresa que já demonstrava essas características. Quando uma empresa atinge o grau de investimento, significa que está em condição de baixo risco de crédito e reduzida vulnerabilidade financeira.

Com as mudanças ocorridas, principalmente a partir da década de 1980, as organizações se inseriram em um novo contexto caracterizado por um mercado aberto e dinâmico no qual a concorrência e as mudanças foram intensificadas, principalmente no que tange à tecnologia (GOMES; SALAS, 1999). Leidfried e McNair (1994) afirmam que as organizações passaram a promover alterações de produtos, processos e técnicas gerenciais, sendo estas não mais opções, mas sim processos de sobrevivência. Diante desta realidade, o



surgimento de novos indicadores é necessário, podendo desta forma contribuir para a continuidade das empresas.

Um dos desafios das organizações diz respeito ao uso de medidas adequadas no processo de avaliação empresarial. Gomes e Salas (1999), destacam que o uso de medidas inadequadas prejudica o processo de avaliação de desempenho das organizações, tendo em vista o ambiente onde estão inseridas e os riscos envolvidos no processo. Sendo necessário, desta forma, estabelecer critérios para análises econômicas e financeiras.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Com relação a classificação da pesquisa, utilizou-se como referência a taxonomia desenvolvida por Vergara (2011), que analisa sobre dois aspectos: quanto aos fins e quanto aos meios. Quanto aos fins, esta pesquisa é exploratória e descritiva. Exploratória pois a mesma buscou expandir o conhecimento relacionado ao ISE e o *rating* da Moody's e descritiva em virtude do fato de que procurou-se verificar a existência da relação entre o ISE e o *rating* da MOODY'S.

Quanto aos meios, esta pesquisa é documental e bibliográfica. Documental pois utilizou-se de documentos das empresas pesquisadas, no caso os dados referentes as empresas do ano de 2014. Bibliográfica porque realizou-se um estudo sistematizado baseado em material publicado em livros, revistas, jornais, internet, isto é, material acessível ao público em geral. A população da pesquisa foi constituída pela carteira de quarenta (40) empresas do ISE de 2014.

#### 3.2 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

O objetivo de estudo adotado foi a análise de empresas listadas no site do IBOVESPA que possuíam ISE na carteira de 2014, onde foi possível constatar que a mesma era composta por quarenta (40) empresas.

O estudo estabeleceu a análise sobre a existência de relação entre as empresas desta carteira e as empresas listadas no *Rating* da Moody's em Escala Global e Nacional e que possuíam grau de investimento.

#### 3.3 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Realizou-se a análise dos dados, onde relacionou-se as quarenta (40) empresas que possuem o ISE no ano de 2014, onde se procurou verificar a sua relação com o *Rating* da Moody's em Escala Global e Nacional.

Quadro 5 – Empresas ISE – 2014 x Rating Moody's – 2014

(continua)

| EMPRESAS ISE – 2014 | MOODY'S – 2014 |                      |                        |
|---------------------|----------------|----------------------|------------------------|
|                     | Perspectiva    | Rating Escala Global | Rating Escala Nacional |
| AES Tietê           | STA            | Baa3                 | Aa1.br                 |
| Banco do Brasil     | NEG            | Baa2                 | Aaa.br                 |
| BicBanco            | DEV            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Bradesco            | NEG            | Baa1                 | Aaa.br                 |
| Braskem             | NEG            | B1                   |                        |
| BRF                 | STA            | Baa3                 |                        |
| CCR                 | STA            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Cemig               | NEG            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Cesp                |                |                      |                        |
| Cielo               | STA            | Baa2                 | Aaa.br                 |
| Coelce              |                |                      |                        |
| Copasa              |                |                      |                        |
| Copel               |                |                      |                        |



|               |     |      |        |
|---------------|-----|------|--------|
| CPFL          | NEG | Ba2  | A1.br  |
| Duratex       |     |      |        |
| Ecorodovias   |     |      |        |
| EDP           | STA | Ba1  | Aa2.br |
| Eletrobras    | NEG | Baa3 |        |
| Eletropaulo   | STA | Ba1  | Aa2.br |
| Embraer       | STA | Baa3 |        |
| Even          | STA | Ba3  | A2.br  |
| Fibria        | POS | Ba1  | Aa2.br |
| Fleury        | STA | Ba1  | Aa1.br |
| Gerdau        | STA | Baa3 |        |
| Itaú-Unibanco | NEG | Baa1 | Aaa.br |
| Itausa        | NEG | Baa3 | Aaa.br |
| Klabin        |     |      |        |
| Light         | STA | Ba1  | Aa2.br |
| MET Gerdau    | STA | Baa3 |        |
| Natura        |     |      |        |
| OI            | NEG | Ba2  | Aa2.br |
| Sabesp        |     |      |        |
| Santander     | NEG | Baa2 | Aaa.br |
| SulAmerica    |     |      |        |
| Suzano        | STA | Ba2  | Aa3.br |
| Telefonica    | STA | Baa1 | Aaa.br |
| TIM           |     |      |        |
| Tractebel     |     |      |        |
| Vale          | POS | Baa2 | Aaa.br |
| WEG           |     |      |        |

Fonte: Elaborado pelos autores.

No quadro acima, das quarenta (40) empresas relacionadas com ISE em 2014, constatou-se que vinte e sete (27) foram classificadas com *rating* em escala global e ou nacional, representando 67,5%, dessas vinte e sete (27) empresas, quatorze (14) estão em perspectiva estável, representando 51,9% e dez (10) das empresas estão com perspectiva negativa, perfazendo um percentual de 37%, duas positivas com 7,4% e apenas uma em desenvolvimento 3,7%.

Quadro 6 – ISE e Rating Escala Global Moody's - 2014

| EMPRESAS ISE – 2014 | MOODY'S – 2014 |                      |                        |
|---------------------|----------------|----------------------|------------------------|
|                     | Perspectiva    | Rating Escala Global | Rating Escala Nacional |
| Braskem             | NEG            | B1                   |                        |
| BRF                 | STA            | Baa3                 |                        |
| Eletrobras          | NEG            | Baa3                 |                        |
| Embraer             | STA            | Baa3                 |                        |
| Gerdau              | STA            | Baa3                 |                        |
| MET Gerdau          | STA            | Baa3                 |                        |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Pode-se assim constatar que seis (6) das quarenta empresas relacionadas com ISE em 2014, estão classificadas com *rating* em escala global, perfazendo o percentual de 15%, dessas empresas onde quatro (4) apresentaram perspectiva estável e *Rating* Escala Global Baa3 e as demais estão com perspectiva negativa.



Nas análises representadas no quadro abaixo, pode-se constatar que treze (13) das quarenta (40) empresas relacionadas com ISE em 2014, não estão classificadas com *rating* em escala global e nacional, representando cerca de 32,5%. Estas empresas são a Cesp, Coelce, Copasa, Copel, Duratex, Ecorodovias, Klabin, Natura, Sabesp, SulAmerica, TIM, Tractebel, WEG.

Quadro 8 – ISE e *Rating* Escala Global e Nacional na Moody's

| EMPRESAS ISE – 2014 | MOODY'S – 2014 |                      |                        |
|---------------------|----------------|----------------------|------------------------|
|                     | Perspectiva    | Rating Escala Global | Rating Escala Nacional |
| AES Tietê           | STA            | Baa3                 | Aa1.br                 |
| Banco do Brasil     | NEG            | Baa2                 | Aaa.br                 |
| BicBanco            | DEV            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Bradesco            | NEG            | Baa1                 | Aaa.br                 |
| CCR                 | STA            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Cemig               | NEG            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Cielo               | STA            | Baa2                 | Aaa.br                 |
| CPFL                | NEG            | Ba2                  | A1.br                  |
| EDP                 | STA            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Eletropaulo         | STA            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Even                | STA            | Ba3                  | A2.br                  |
| Fibria              | POS            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| Fleury              | STA            | Ba1                  | Aa1.br                 |
| Itaú-Unibanco       | NEG            | Baa1                 | Aaa.br                 |
| Itausa              | NEG            | Baa3                 | Aaa.br                 |
| Light               | STA            | Ba1                  | Aa2.br                 |
| OI                  | NEG            | Ba2                  | Aa2.br                 |
| Santander           | NEG            | Baa2                 | Aaa.br                 |
| Suzano              | STA            | Ba2                  | Aa3.br                 |
| Telefonica          | STA            | Baa1                 | Aaa.br                 |
| Vale                | POS            | Baa2                 | Aaa.br                 |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Por outro lado constatou-se que vinte e uma (21) das empresas relacionadas com ISE em 2014, estão classificadas com *rating* em escala global e nacional, representando cerca de 52,5%, sendo que 100% das empresas apresentaram *rating* em escala nacional nível A e global B. Com relação a perspectiva, dez (10) empresas apresentam estabilidade, representando 47,6%, sendo que, oito (8) empresas em situação negativa correspondendo a 38,1% , somente duas (2) positivas com 9,52% e uma (1) representando 4,78% de empresas em desenvolvimento.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Verificou-se que o desempenho de uma organização, bem como sua posição econômica passaram a ser uma preocupação constante das atuais organizações, diante da crescente competitividade empresarial, aliada à dinâmica dos negócios ostentada pela globalização da economia. Com isso, as empresas maximizam esforços no sentido de obterem destaque através de seus indicadores, tanto os tradicionais, como os de sustentabilidade. O Indicador de Sustentabilidade Empresarial reflete o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com os melhores desempenhos em todas as dimensões que medem sustentabilidade empresarial. Seus objetivos são atuar como uma referência para o investimento socialmente responsável, atuando como indutor de boas práticas no meio empresarial brasileiro.



As agências de classificação de risco estabelecem critérios de classificação de risco de crédito de títulos de empresas e países, as mesmas baseiam-se principalmente na capacidade de geração de caixa da emissora nas garantias e fianças por ela oferecidas. Assim, este estudo objetivou analisar possível relação das empresas que possuem ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) em 2014 e das empresas que foram classificadas na escala nacional ou global pelo *Rating* Moody's.

A população utilizada foi a última carteira publicada pelo BM&FBovespa, em 2014, na qual lista as quarenta empresas que possuem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). Na análise das quarenta (40) empresas relacionadas com ISE em 2014 foram classificadas com *rating* em escala global e ou nacional vinte e sete (27) empresas representando 67,5%, sendo que dessas, quatorze (14) estão em perspectiva estável, representando 51,9% além disso, dez (10) das empresas estão com perspectiva negativa, totalizando um percentual de 37%, duas (2) positivas com 7,4% e apenas (1) uma em desenvolvimento 3,7%.

Destas 40 empresas, somente seis (6) estão classificadas com *rating* em escala global, perfazendo o percentual de 15%, dessas empresas, quatro (4) apresentaram perspectiva estável e *Rating* Escala Global Baa3, as demais estão com perspectiva negativa. Numa análise geral, verificou-se que nesta carteira de empresas com ISE (2014) existe uma relação direta com o *Rating* Moody's, principalmente quando relacionado com o *rating* em escala global e ou nacional representando 67,5% dessas empresas selecionadas, que além disso destacaram-se com o *rating* em escala global de Ba1 até Baa3 e nacional de A1.br até Aaa.br. Porém na pesquisa em todas as empresas que fazem parte do ISE, analisou-se apenas o *rating* na *Moody's* seria adequado verificar na S&P e Fitch buscando identificar se essas empresas possuem *rating* avaliado por essas outras agências.

Como sugestões para trabalhos futuros, ressalta-se a possibilidade de aprofundamento da análise feita, inclusive com a utilização da carteira dos anos anteriores para ver se existe uma permanência das classificações das empresas em anos subsequentes.

## REFERÊNCIAS

ALBANEZ, T.; VALLE, M.R.D. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v.20, n.51, p.6-27, setembro/dezembro 2009.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanço**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 28 de fev. 2015.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de metodologia científica**. São Paulo, v. 2, 2000.

BRUNI, A. L. **A Análise Contábil e Financeira**. São Paulo: Atlas. 2010.

CANTOR, R.; PARKER, F. **Sovereign credit ratings**. *Current Issues Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, n. 3, Jun. 2005.

CANUTO, O.; SANTOS, P. **Risco Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes**. Ministério da Fazenda, Secretaria de Assuntos Internacionais, Temas de Economia Internacional 01. Brasília, 2003. In: <[http://www.fazenda.gov.br/sain/download/temas\\_economia\\_1.pdf](http://www.fazenda.gov.br/sain/download/temas_economia_1.pdf)>. Acesso em: 12 de fevereiro de 2015.

FRIEDMAN, Avner. **Foundations of modern analysis**. Courier Corporation, 1970.



- GOMES, M. N. **Impacto das classificações de risco no mercado de capitais brasileiro**. 2008. 66 f. Monografia, Centro de Ciências da Administração da Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC), Florianópolis, 2008.
- GOMES, S. J.; SALAS, A.M.J. **Controle de gestão: uma abordagem contextual e organizacional**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- LEIDFRIED, K.H.J.; McNAIR, C.J. **Benchmarking: uma ferramenta para a melhoria contínua**. Tradução de Ivo Korytovski. Rio de Janeiro: Campus, 1994.
- LYON, R. *The microstructure approach to exchange rates*. Cambridge, MA: The MIT Press, 2009.
- MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V.; CORRAR, L. J. Desempenho Do Índice De Sustentabilidade Empresarial (Ise) Da Bolsa De Valores De São Paulo. **Revista Universo Contábil**, p. 24–38, 2009.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Rating Methodology**: 1999. Moody's Approach to Rating the Petroleum Industry. Acessado em 18/02/15. Disponível em: (<https://www.moodys.com/>).
- PRATES, D. M.; FARHI, M. A crise financeira internacional , o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. p. 1–26, 2009.
- REINHART, C. **Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings**. Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2002.
- REZENDE ICC. **Análise da performance empresarial da Petrobras: um estudo sob o enfoque dos indicadores econômico-financeiros**. **Revista Ambiente Contábil**. UFRN, Natal-RN 2010 jan/jun; 2(1)1-14.
- ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. (Dissertação de Mestrado). Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), 2008.
- SILVA, JOSÉ PEREIRA DA, **Análise Financeira das Empresas**, São Paulo: Atlas.2013.
- SILVA, L. S. A., QUELHAS, O. L. G., Sustentabilidade Empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto, *Gestão&Produção*, vol. 13, pp. 385-395, 2006.
- SIMS, C. A. *Macroeconomics and Reality*, **Econometrica**, 48, pp.1-48, 1980.
- TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco, *Revista de contabilidade e finanças*, vol. 22, pp. 29-44, 2011.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 13 Ed. São Paulo: Atlas, 2011.