

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**ANÁLISE DE CRÉDITO: A TEORIA NA PRÁTICA**

Flávio Machado de Faria Majdalani

Nº de matrícula: 9714401-4

Orientador: Walter Ness

Dezembro de 2002

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**ANÁLISE DE CRÉDITO: A TEORIA NA PRÁTICA**

Flávio Machado de Faria Majdalani

Nº de matrícula: 9714401-4

Orientador: Walter Ness

Dezembro de 2002

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu orientador, Walter Ness

A Roberta, por seu apoio, companheirismo e dedicação

Ao Guilherme Medina, pela sua amizade e orientação

Aos meus pais e minha família, pela minha formação

<b>ÍNDICE.....</b>	<b>4</b>
<b>ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS.....</b>	<b>5</b>
<b>I – INTRODUÇÃO.....</b>	<b>6</b>
<b>II – ANÁLISE DE UM CRÉDITO.....</b>	<b>8</b>
II.1 –CONCEITOS BÁSICOS.....	8
II. 1.1 – DEFINIÇÃO DE CRÉDITO.....	8
II.1.2. CONCEITO DE RISCO DE CRÉDITO.....	8
II.1.3. PRINCIPAIS RISCOS DE CRÉDITO.....	8
II.2. ANÁLISE DE BALANÇOS.....	10
II.2.1. ANÁLISES VERTICAL E HORIZONTAL.....	10
II.2.2. ANÁLISE BASEADA EM ÍNDICES ECONÔMICOS FINANCEIROS.....	11
II.2.3. ANÁLISE DINÂMICA.....	15
II.3. AS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i> .....	18
<b>III. A TEORIA NA PRÁTICA - AS PRIORIDADES DO ANALISTA AO ANALISAR SETORES IMPORTANTES.....</b>	<b>26</b>
III.1.SETOR ELÉTRICO.....	26
III.2. SETOR DE PAPEL E CELULOSE.....	36
III.3. SETOR PETROQUÍMICO.....	43
<b>IV. CRÉDITO: O QUE O MERCADO OFERECE?.....</b>	<b>47</b>
<b>V – CONCLUSÃO.....</b>	<b>52</b>

## ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS:

Tabela 1 - Símbolos de <i>Rating</i> de Créditos Seniores de Longo Prazo.....	20
Tabela 2 - Agências de Rating Seleccionadas por Todo o Mundo.....	21
Tabela 3 - Posição da Capacidade Instalada de Geração de Energia.....	27
Gráfico 1 - Mercado de Energia - Regras de Transição do Ambiente Regulado para o Mercado Competitivo.....	29
Gráfico 2 - Nível de Armazenamento do reservatório do Sudeste.....	30
Gráfico 3 - Nível de Armazenamento do reservatório do Nordeste.....	30
Tabela 4 - Composição da Fatura de Energia Elétrica ao Consumidor.....	33
Tabela 5 - Expansão da capacidade de Geração de Energia.....	35
Figura 1 - Programa Indicativo de Licitação de Usinas Hidrelétricas 2002/2003.....	36
Tabela 6 - Produção de Pastas celulósicas - em toneladas.....	38
Tabela 7 - Produção de papel - em toneladas.....	38
Tabela 8 - Custo caixa de Produção US\$/TON.....	39
Gráfico 4 - Relação entre os Preços de Celulose e os Estoques nos Países do Norscan - 1993/2000.....	41
Tabela 9 - Cálculo do Coupom cambial I.....	49
Tabela 10 - Cálculo do Coupom cambial II.....	49

## I. INTRODUÇÃO

A canalização de recursos dos agentes superavitários para os deficitários é de extrema importância para a economia. A razão para essa importância é que as pessoas que poupam com frequência não são as mesmas pessoas que têm oportunidades lucrativas de investimento<sup>1</sup>. Nesse contexto, os bancos de investimento têm papel fundamental, pois desempenham fortemente o papel de intermediários financeiros. Os bancos de investimento são especialistas em crédito, possuindo padronização de contratos, garantias, monitoramento de operações, enfim, diminuindo em forte escala os riscos de seleção adversa e risco moral. O objetivo desta monografia é o estudo da função de um analista de crédito de um banco de investimento, enfatizando-se os principais pontos observados por esse profissional na atual conjuntura da economia brasileira para sua tomada de decisão.

O primeiro capítulo constitui-se nos principais aspectos da análise de crédito, entre eles técnicas como análises vertical e horizontal dos balanços patrimoniais das empresas, os índices capazes de refletir a saúde da empresa como geração operacional de caixa, necessidade de financiamento de terceiros, composição e prazo de ativos e passivos, etc.

O segundo capítulo trata de três importantes setores da nossa economia: elétrico, papel e celulose e petroquímico. O objetivo, além de demonstrar as mudanças das análises de crédito desses setores dadas mudanças conjunturais e estruturais a que foram submetidos, é passar ao leitor o *feeling* do dia-a-dia de um analista de crédito de um banco de investimento, ou seja, como a teoria sai do papel e torna-se prática.

O estudo é concluído com as principais características do crédito disponível no mercado diante da atual conjuntura que vive a economia brasileira. Quais são os instrumentos financeiros disponíveis para contratação de crédito imediata? Essa seção enfatiza a propensão do banco de investimento a dar um crédito, dados fatores como, por exemplo, a alta volatilidade do dólar, que propiciam ao agente financeiro altos *spreads* no momento da operação de concessão de crédito em moeda estrangeira.

<sup>1</sup> Mishkin, Frederic S. “Moedas, Bancos e Mercados Financeiros”. ED. LTC, 5ª edição.

“Análise de Crédito: A Teoria na Prática” visa ser uma fonte de consulta tanto para analistas de crédito quanto para empresários de pequenas e médias empresas, muitas vezes desalentados quanto a situação econômica do final dos anos 90 e início do novo século, proporcionando-lhes melhor timing para a contratação de operações de crédito e diretrizes operacionais e administrativas a serem seguidas.



## II. ANÁLISE DE UM CRÉDITO

### II.1. Conceitos Básicos:

#### II.1.1. Definição de Crédito:

No caso de empréstimo financeiro, a concessão de crédito indica a existência de expectativa, por parte do credor ou cedente, de que o devedor ou tomador restitua o valor cedido dentro das condições de prazo e remuneração – por ter usufruído daquele montante pelo tempo combinado – previamente definidos.

#### II.1.2. Conceito de risco de crédito:

Risco de Crédito é a “chance” de que aquele que concedeu o empréstimo não receba do devedor na época e/ou condições combinadas.

#### II.1.3. Principais Riscos de Crédito:

- **Riscos Inerentes ao Ciclo de Produção:** são riscos associados diretamente à atividade produtiva das empresas, tais como dificuldades na obtenção de matéria-prima ou algum componente específico, necessidade de manutenção de estoques elevados, obsolescência do produto, técnicas ultrapassadas de produção e conseqüentemente perda de produtividade, problemas com mão-de-obra, etc.
- **Riscos Inerentes ao Nível de Atividade:** o nível de produção é particularmente importante em empresas com Custo Fixo expressivo, pois o ponto de equilíbrio costuma ocorrer em patamares elevados de produção. Em épocas recessivas, o nível de ociosidade cresce, tornando problemática a diluição dos custos fixos no preço do produto, principalmente para empresas que atuam em segmentos competitivos.
- **Riscos Inerentes ao Nível de Endividamento:** empresas, cuja estrutura de capitais apresenta a existência de recursos de terceiros em níveis relativamente elevados, encontram-se em constante exposição ao risco, pois alterações para cima no custo

financeiro, queda no nível de atividade ou retração na oferta de crédito podem levá-la a uma situação de iliquidez.

- **Riscos Ligados ao Meio-Ambiente Político-Econômico:** historicamente, decisões de natureza político econômica têm beneficiado certos setores econômicos em detrimento de outros. Decisões que afetem o poder de compra da população, carga fiscal, nível de investimentos, política cambial (quem não se recorda da desvalorização cambial brasileira ocorrida em jan/99?), taxa de juros, etc., podem violentamente afetar o desempenho das empresas. Imaginem o impacto da sobrevalorização cambial introduzida no início do Plano Real, que penalizou fortemente as empresas do setor têxtil ao tornar o produto nacional relativamente mais caro no exterior e os artigos importados relativamente mais baratos, com alto poder de competição. Imaginem ainda a reversão desse quadro quando ocorreu a desvalorização cambial em jan/99, que foi bastante favorável ao setor.
- **Riscos Inerentes à Competição:** principalmente em momentos de disputas por maiores fatias de mercado, a agressividade e o poder da concorrência podem prejudicar e até mesmo inviabilizar outras empresas. Lembrem-se do que ocorreu no mercado brasileiro de automóveis quando a economia foi aberta no início dos anos 90 pelo Governo Collor, deixando o setor automotivo totalmente exposto à competição dos veículos importados (que do ponto de vista do consumidor foi bastante favorável).
- **Riscos Inerentes à Própria Administração:** casos em que o fundador da empresa passa o “bastão” aos filhos (segunda geração), cujo conhecimento, experiência e dedicação aos negócios já não têm o mesmo vigor do patriarca. Outras vezes a gestão resolve diversificar para setores com os quais, até então, possuíam pouca familiaridade e ao depararem-se com novos problemas específicos desse setor (tais como sazonalidade das vendas, competição acirrada, problemas com suprimentos, “lobbies” etc.) perdem em desempenho e por vezes, comprometem o negócio original.

Como exemplo, o Grupo Pão-de-Açúcar no final dos anos 80, que estendeu suas atividades para muito além do principal negócio da Família Diniz que é o ramo de supermercados. Uma das conseqüências desta fuga do negócio principal (“Core business”) foi o elevado passivo financeiro atingido pelo grupo naquela época.

- **Riscos Inerentes a Fatores Totalmente Imprevisíveis:** a incidência de chuvas na época errada pode comprometer safras inteiras, como de tempos em tempos ocorre nas mais diversas regiões agrícolas.

## II.2. Análise de Balanços:

### II.2.1. Análises Vertical e Horizontal:

- **Análise Horizontal:** o objetivo da análise horizontal é apresentar o crescimento do balanço e do demonstrativo de resultados ao longo do tempo com o intuito de se entender as tendências por detrás da evolução histórica. Por exemplo, o analista consegue identificar se um aumento do ativo é proveniente de um aumento das vendas (melhora operacional via aumento da conta de Recebíveis ou Caixa/Aplicações Financeiras), ou por uma aquisição de imobilizado. Se for uma aquisição de imobilizado, ele consegue também identificar se foi via endividamento ou via Caixa proveniente, por exemplo, da atividade operacional da empresa.
- **Análise Vertical:** esse tipo de Análise ajuda ao analista avaliar a estrutura da composição do balanço e do demonstrativo de resultados, bem como a evolução ao longo do tempo. Por exemplo, o analista avalia a composição do Passivo de Curto Prazo ao longo do tempo, além da composição em moeda estrangeira ou local. Baseado nisso, uma empresa pode estar tendo dificuldades em renegociar dívidas, aumentando, portanto, em certos casos, sua porcentagem de Dívida no Curto Prazo e em moeda estrangeira. O analista consegue, portanto, identificar uma situação como essas, o que influenciará no prazo e taxas sugeridos na Análise desse Crédito.

## II.2.2. Análise Baseada em Índices Econômicos Financeiros:

Os índices podem ser divididos em quatro categorias, conforme a sua natureza:

- ✓ Indicadores de Liquidez
- ✓ Indicadores de Endividamento
- ✓ Indicadores de Rotatividade
- ✓ Indicadores de Rentabilidade

- **Principais Indicadores de Liquidez:**

<b>Liquidez Imediata</b>	<b>Disponível/PC</b>	Representa o valor de que a empresa dispõe para saldar as dívidas de curto prazo
<b>Liquidez Corrente</b>	<b>AC/PC</b>	Representa a capacidade da empresa de pagar suas obrigações de CP com seus haveres de CP
<b>Liquidez Seca</b>	<b>(AC-Estoques- Outros Não Oper.)/PC</b>	Representa a capacidade da empresa de honrar seus compromissos de CP com seus haveres de CP mais líquidos.
<b>Liquidez Geral</b>	<b>AC+RLP/PC+ELP</b>	Representa a capacidade da empresa de pagar o total de dívidas com o total de ativos disponíveis.

**Notas:** PC=Passivo Circulante, AC=Ativo Circulante, RLP=Realizável a Longo Prazo, ELP=Exigível Longo Prazo

- **Principais Indicadores de Endividamento:**

<b>Instituições Financeiras/PC+ELP</b>	Representa a participação das dívidas com bancos no total de dívidas das empresas.
<b>Instituições Financeiras/PL</b>	Representa o comprometimento do capital próprio com instituições financeiras
<b>PC/PL</b>	Representa o comprometimento do capital próprio com dívidas de Curto Prazo (financeiras ou não)
<b>PC+ELP/PL</b>	Representa o comprometimento do capital próprio com o total de exigibilidades.
<b>PC+ELP/(PC+ELP+PL)</b>	Relaciona o exigível total com os fundos totais constituídos de capital próprio e de terceiros.
<b>PC/PC+ELP</b>	Representa a parcela do total de dívidas que vence no Curto Prazo.

**Nota:** PL = Patrimônio Líquido

• Principais Indicadores de Rotatividade

<b>Rotação de Estoque</b>	$\frac{(E_0 + E_1)/2}{CMV/360}$	Representa quantos dias são necessários para os estoques serem “renovados” em função das vendas
<b>PM Recebimento</b>	$\frac{(\text{Cliente}_0 + \text{Cliente}_1)/2}{\text{Faturamento Bruto}/360}$	Representa o tempo médio que a empresa deve esperar, em dias, antes de receber suas vendas a prazo
<b>PM Pagamento</b>	$\frac{(\text{Fornec}_0 + \text{Fornec}_1)/2}{\text{Compras}/360(*)}$	Representa o tempo médio que a empresa possui, em dias, para pagar seus fornecedores
<b>Giro do Ativo</b>	$\frac{\text{Faturamento Bruto}}{(\text{Ativo}_0 + \text{Ativo}_1)/2(**)}$	Representa quantas vezes o ativo “girou” ou se renovou pelas vendas
<b>Ciclo Financeiro</b>	<b>PM Recebimento + Giro Estoques – PM Pagto.</b>	Representa o prazo líquido que a empresa tem para girar seus estoques e receber vendas a prazo

**Nota:** E<sub>0</sub>: Estoque Inicial e E<sub>1</sub>: Estoque no final do período

CMV: Custo de Mercadorias Vendidas e PM: Prazo Médio

(\*) Lembre-se  $CMV = EI + C - EF$ . Logo,  $C = CMV + EF - EI = CVM + \Delta E$

(\*\*) O denominador pode ser o Ativo Circulante, o Ativo Permanente ou uma subdivisão do Ativo Total.

- Principais Indicadores de Rentabilidade:

*Rentabilidade das Vendas*

<b>Margem Bruta</b>	<b>Lucro Bruto/ROL</b>	Representa a margem de contribuição ao custo fixo, a grosso modo.
<b>Margem Operacional</b>	<b>Lucro Operacional/ROL</b>	Representa a rentabilidade ligada à atividade normal da empresa, do seu “dia-a-dia”
<b>Margem Líquida</b>	<b>Lucro Líquido/ROL</b>	Representa o ganho líquido da empresa em sua atividade operacional

**Nota:** ROL: Resultado Operacional Líquido

**Rentabilidade sobre Investimento e PL**

<b>Retorno sobre o Ativo</b>	<b>Lucro/Ativo(*)</b>	Representa o tempo necessário para que a empresa recupere o investimento no ativo
<b>Retorno sobre o PL</b>	<b>Lucro Líquido/PL</b>	Representa o tempo necessário para que o acionista recupere o capital investido na empresa.

(\*) – O numerador pode ser o lucro operacional, o lucro líquido ou qualquer outra variante do lucro. O mesmo ocorre com o denominador (Ativo Circulante, Ativo Permanente, etc.)

**Capacidade de Geração de recursos da empresa:**

<b>EBITDA/ROL</b>	Representa os recursos gerados pela empresa em sua atividade operacional, antes de arcar com o custo financeiro, depreciação e IR.
<b>EBITDA/Custo Financeiro Líquido</b>	Representa quantas vezes os recursos gerados na atividade podem arcar com o custo financeiro.

**Nota:** EBITDA é a sigla em inglês para “earning before interest, taxes, depreciation and amortization”

Limitações da Análise Centrada na Análise de Índices:

- Os índices jamais podem ser analisados isoladamente, pois dependem de outros fatores como conjuntura macroeconômica e tipo de atividade do setor. Como exemplo, uma empresa do setor de supermercados tem margens de lucros menores, pois são, na maioria das vezes, apenas repassadores de produto, não agregando-lhe nenhum valor.
- Mudança dos métodos contábeis da empresa podem gerar novos índices. O analista deve ter cuidado para não comparar eventos incomparáveis.
- Principalmente em pequenas e médias empresas que não sofrem auditoria, pode haver “maqueamento” de balanços, não refletindo nos índices a real situação da empresa.

**II.2.3. Análise Dinâmica:****Necessidade de Capital de Giro (NCG):****1 – Financiamentos Concedidos:**

1.1 – Duplicatas a Receber

1.2 – Estoque (produto acabado+matéria prima+produtos em elaboração)

1.3 - Adiantamento a Fornecedores

1.4 – Despesas Pagas Antecipadamente

1.5 – Outros Direitos Operacionais



**2 – Financiamentos Obtidos:**

- 2.1 – Fornecedores
- 2.2 – Salários/Tributos/Contribuições
- 2.3 – Adiantamento de Clientes
- 2.4 - Outras Obrigações Operacionais

$$(1)-(2) = \text{NCG}$$

**Fluxo de Usos e Fontes:**

A NCG da empresa refere-se a apenas atividades operacionais. No entanto, há também os financiamentos não operacionais:

**1 – Financiamentos Não Operacionais Concedidos:**

- 1.1 – Outras Contas não Operacionais
- 1.2 - Outras Contas do Realizável a Longo Prazo

**2 - Financiamentos Não Operacionais Obtidos:**

- 2.1 – Provisão para IR+Dividendos
- 2.2 – Outras contas do Exigível de Longo Prazo

**3 - C/C Controladas e Coligadas (Valor Líquido=C/C do Ativo-C/C do Passivo)**

**Nota:** C/C: Conta Corrente

A partir dos dados acima, partindo-se da NCG chega-se ao conceito de Necessidade de Financiamento (Fluxo de Usos e Fontes), que representa a necessidade total de financiamento da empresa (operacional + não operacional).

Comparando-se a NCG com a Necessidade de Financiamento pode-se visualizar se a necessidade da empresa está ou não relacionada com o ciclo operacional.

Existem duas fontes possíveis de financiamento para a empresa: Recursos Próprios (Capital de Giro Próprio) e Recursos de Terceiros.

### **Capital de Giro Próprio:**

São os recursos próprios utilizados para suprir a Necessidade de Financiamento da empresa. Os recursos próprios têm basicamente dois destinos:

- Financiamento de Investimento em Ativo fixo (Ativo Permanente)
- Financiamento de Investimento Operacional em Giro (IOG).

A parcela do capital próprio destinada ao financiamento de IOG é chamada Capital de Giro Próprio e sua fórmula de cálculo é a seguinte:

$$\boxed{CGP = PL - PERMANENTE}$$

A partir da fórmula acima pode-se fazer três interpretações:

- $PL > \text{Permanente}$  – a empresa não necessita de capital de terceiros para financiar seus investimentos. O capital próprio é suficiente para financiar os ativos fixos da empresa, bem como parte dos ativos de giro.
- $PL < \text{Permanente}$  – a empresa necessita de capital de terceiros para financiar seus investimentos.
- $PL = \text{Permanente}$  – todo o capital próprio foi alocado em ativo fixo. Portanto, dependendo da situação (por exemplo uma NCG ou uma Necessidade de Financiamento positiva), a empresa dependerá do capital de terceiros para financiar seu giro.

### **Necessidade de Capital de Terceiros (NCT):**

$$\boxed{NCT = \text{Necessidade de Financiamento} - CGP}$$

Agrupando-se todas as peças do quadro de usos e fontes:

<b>O Fluxo de Usos e Fontes</b>
(+) Financiamentos Concedidos (Operacionais)
(-) Financiamentos Obtidos (Operacionais)
<b>(=) (+/-) Necessidade de Capital de Giro (NGC)</b>
(+) Ativos Não Operacionais
(-) Passivos Não Operacionais
(+/-) C/C Controladas e Coligadas (Líquido)
<b>(=) (+/-) Necessidade de Financiamento</b>
(+/-) Capital de Giro Próprio
<b>(=) (+/-) Necessidade de Bancos</b>

### **Geração de Recursos:**

A geração de recursos (Caixa) pode ser calculada da forma abaixo:

(+) Lucro Líquido
(+) Provisão para IR
(-) Equivência Patrimonial
(+) Depreciação
<b>(=) Geração de Recursos incluindo Custo Financeiro</b>
(-) Custo Financeiro Líquido
<b>(=) Geração Operacional de Caixa (EBITDA)</b>

A Geração Operacional de Caixa serve para:

- Determinar se a empresa é saudável operacionalmente durante um período.
- Servir como base de comparação com sua Necessidade de Financiamento.
- Avaliar-se a capacidade de pagamento da empresa.

### **Sazonalidade:**

Para o analista de crédito, é importante estar sempre atento pois as contas analisadas até o momento alteram-se em empresas sazonais quando observadas em diferentes períodos.

## **II.3. As Agências de Rating**

As agências de *rating* especializam-se na avaliação da capacidade creditícia de emitentes de títulos corporativos, municipais e nacionais. É seu trabalho informar os

investidores sobre a probabilidade de não receberem todos os seus pagamentos de principal e juros como previsto em relação a um dado título. Ou seja, qual a probabilidade dessa falta de pagamento e, se isso ocorrer, qual o nível de cobertura que deve ser esperado?

Muitas empresas confiam a agências de *rating* a tarefa de estabilizar suas capacidades creditícias como tomadores ou garantidores nos mercados financeiros. Apesar de terem sido usadas primariamente por investidores, *bond ratings* também foram incorporadas a regulamentações estaduais e federais como meio de assegurar que os bancos, companhias de seguro e fundos de pensão mantenham as carteiras de renda fixa de qualidade de crédito suficiente.

Nos Estados Unidos, agências de *rating* de títulos surgiram de firmas que avaliam a capacidade creditícia de mercadores. Hoje, as agências avaliam títulos lastreados em ativos, ações preferenciais, *commercial papers*, notas de médio prazo e títulos municipais e governamentais, assim com títulos corporativos. Também avaliam o risco da contraparte, a capacidade de pagamentos de sinistros por companhias de seguro, a volatilidade de preço dos fundos mútuos, e outros tipos de risco nos mercados financeiros.

Para fazer o *rating* de créditos de longo prazo, cada agência usa um sistema de letras que situa o emitente ou a emissão em um espectro de qualidade de crédito do mais alto (AAA) ao mais baixo (D). A Standard & Poor's classifica créditos com *rating* AAA como aqueles que a capacidade de pagar é extremamente forte, e com *rating* D aqueles que são inadimplentes. Quanto mais baixo o grau, maior o risco de o pagamento de juros e principal não serem feitos. Todos os créditos avaliados de Baa3 ou BBB- para cima são considerados como de qualidade de investimento, enquanto emissões avaliadas de Ba1 ou BB+ para baixo são vistas como graus especulativos ou de não investimento<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Caouete, Jonh B. e col. "Gestão do Risco de Crédito – O Próximo Grande Desafio Financeiro". ED. Qualitymark, 2000. Cap. 6.

## Tabela 1

## Tabela 2

Como a qualidade de crédito de uma empresa, município ou governo soberano pode mudar dramaticamente ao longo do tempo, as avaliações são submetidas a revisões. As agências de *rating* atualizam e publicam continuamente seu panorama de crédito. Quando há um acontecimento importante, cujo impacto sobre a avaliação ainda não tenha sido determinado, uma agência notifica o emitente e o mercado desse fato.

Apesar de serem pagas por seu serviço, as agências de *rating* geralmente se comportam mais como centros de pesquisa acadêmica do que como negociadoras. Analistas, por exemplo, nunca discutem o preço de uma avaliação, eles estão sempre engajados na pura análise, e não precisam nem se preocupar com um orçamento.

Entre as maiores agências de *rating* dos Estados Unidos estão a Moody's Investors Service, a Standard & Poor's (S&P) e a Fitch IBCA.

No processo de avaliação, as agências estabelecem seus próprios critérios. A S&P, por exemplo, aponta o risco do setor como fator preponderante de sua análise. A Moody's (que será comentada a seguir) se detem nos fundamentos dos negócios, tais como características de oferta e demanda, liderança de mercado e posições de custos, sejam eles operacionais ou financeiros<sup>3</sup>.

Historicamente, as agências de *rating* são bem sucedidas em suas análises. Com certeza, um analista de crédito brasileiro, tendo no tempo um recurso escasso, leva seriamente em consideração os *ratings* disponíveis sobre a controladora da empresa (que,

em muitos casos, são grandes multinacionais, principalmente com a onda de privatizações), a fim de ganhar tempo e ter em seu processo de análise um parceiro de muita confiabilidade.

A metodologia da *Moody's* servirá de exemplo a fim de que o leitor tenha a sensibilidade da teoria sobre crédito descrita até aqui, assim como base para as análises setoriais que serão feitas no capítulo III desta monografia.

### **Metodologia da *Moody's*:**

A base da metodologia de análise implantada pela agência de *rating* *Moody's* objetiva responder se haverá um não atraso no pagamento do principal da dívida ou nos juros sobre o principal da dívida, assim como a comparação do risco com os riscos dos respectivos concorrentes de mercado. Para se pagar uma dívida futura, é necessário que se gere caixa para tal finalidade. Um dos focos principais da *Moody's* é, portanto, analisar a capacidade

<sup>3</sup> Caouete, John B. e col. “Gestão do Risco de Crédito – O Próximo Grande Desafio Financeiro”. ED. Qualitymark, 2000. Cap. 6.

de geração futura de caixa, que depende de vários aspectos estruturais e conjunturais inerentes ao setor que a empresa está posicionada.

Os pontos críticos para pagamentos de dívidas futuras podem ser determinados por vários fatores, entre eles: as tendências do setor, o ambiente político e regulador, qualidade da administração, posição operacional e competitiva, situação financeira e fontes de liquidez, estrutura da empresa e relacionamento com a controladora<sup>4</sup>.

### **As tendências do setor:**

As tendências do setor fornecem importantes indicações quanto a capacidade de geração futura de caixa e necessidades futuras de financiamento. A vulnerabilidade a ciclos econômicos indica, por exemplo, a correlação da demanda pelo produto de um setor com o PIB.

Se o preço de uma *commodity* for globalizado, podemos ter situações como aquela já ocorrida em que economias asiáticas recessivas afetaram e muito a produção de empresas de papel e celulose brasileiras.

A concorrência global pode afetar a análise se subsídios governamentais a um setor de uma nação específica, proporcionar reais vantagens comparativas em relação a concorrentes de outros países. Vendo fatores globais pelo lado positivo, o aumento da população ou o poder de compra de mercados externos podem agir beneficentemente às empresas que exportam para esses mercados ou países.

Os fatores de custo, a natureza da operação e operações do setor são importantes também para se determinar a competitividade da empresa e capacidade de lidar com situações conjunturais adversas. Como exemplo, as empresas brasileiras de papel e

<sup>4</sup> Moody's Investors Service – Global Credit Research. “Metodologia de Rating de Empresas Industriais”. Abril, 1999.

celulose têm o mais baixo custo de produção da celulose fibra curta do mundo. Durante a crise no mercado na década de 90 e o preço da celulose indo a níveis muito baixos, as plantas brasileiras superaram bem o período de recessão do mercado, enquanto que muitas plantas industriais de celulose declararam falência.

#### **Ambiente político e regulador:**

A Moody's avalia a importância do setor para o bem estar nacional, assim como seu relacionamento com o sistema bancário, com os clientes e com os fornecedores. Além disso, as garantias de apoio governamental durante situações críticas afetam o risco do crédito. Por exemplo, setores provedores de bens públicos têm maior apoio do governo, haja vista o setor elétrico que recebeu apoio do governo brasileiro durante o período do racionamento.

A política monetária aponta o custo do crédito da economia, assim como o poder aquisitivo do consumidor, assim como a política fiscal aponta quais impostos incidem sobre qual setor com maior ou menor veemência.

### **Qualidade da administração:**

Quando o inesperado ocorre, a capacidade da administração de agir em diferentes situações determina a sobrevivência e competitividade da empresa. Para tal propósito, analisa-se o nível de conservadorismo da administração, a filosofia financeira da empresa (está sempre *hedgeada*? É avessa a riscos?) e o desempenho passado da administração quando defrontadas com diferentes situações. A empresa agiu de acordo com o prometido aos acionistas? Outro fator de extrema importância é o relacionamento da empresa com a matriz, que muitas vezes pode ser uma multinacional. Quais serão as conseqüências da falência da Enron para a Elektro, com sua controlada de distribuição de energia em São Paulo?

### **Posição operacional e competitiva:**

A estrutura de custos da empresa, sua diversificação por linhas de negócios, sua perspectiva de participação de mercado relativa são os principais aspectos analisados para se prever uma competitividade futura e, conseqüentemente, sua geração de caixa operacional futura.

### **Situação financeira e fontes de liquidez:**

O exame da situação financeira da empresa engloba uma interpretação dos dados financeiros declarados, sua provável geração de fluxos de caixa e valores dos seus ativos em relação às dívidas e obrigações, levando-se em consideração prazo e liquidez. Por exemplo, contas a receber e dados do giro do estoque são projetados em contraste com as vendas para se saber uma possível necessidade de capital de giro de curto prazo.



**Estrutura da empresa:**

A estrutura societária é importante, pois se a matriz for relativamente fraca, qual a probabilidade de que dividendos excedentes possam ser retirados da subsidiária para dar apoio à matriz? Qual a importância da subsidiária para o grupo econômico? Será que a subsidiária corresponde a um mercado estratégico para a matriz ou controladora? Essas respostas são um forte guia à análise do crédito e, conseqüentemente, o *rating* da empresa.

**III. A TEORIA NA PRÁTICA - AS PRIORIDADES DO ANALISTA AO ANALISAR SETORES IMPORTANTES:**

Esse capítulo constitui-se no foco principal da monografia. O objetivo é demonstrar as principais variações ocorridas nos setores mais afetadas por mudanças conjunturais dos anos 90 e início do novo século.

Economia nada mais é do que a alocação de recursos escassos. Para muitos indivíduos, o tempo é um deles. Para um analista de crédito isso não é diferente. Ao sentar-se na sua mesa, o analista, que é especialista em determinado setor, já espera que uma empresa de um setor específico tenha variações em seu balanço previamente estabelecidas por ele, dadas as principais características e atividades do setor. De fato, pela característica do setor, ele é capaz de avaliar as principais variações nos balanços das empresas causadas por mudanças conjunturais observadas ao longo do tempo, salvo raras exceções. Com isso, o analista, que não deixa de ser um especialista, ganha tempo e vai direto no alvo, ou

melhor, na variação capaz de transformar um crédito que era bom em um período anterior em um crédito ruim no período em vigor.

O capítulo é dividido entre importantes setores de nossa economia. Cada subseção inicia-se com um breve texto que tem por objetivo induzir e situar o leitor quanto às conclusões corretas das mudanças ocorridas com as empresas desse setor, dadas suas principais características e atividades. Essa metodologia é usada para todos os setores analisados.

### **III.1. Setor Elétrico**

O Sistema Elétrico Brasileiro tem em sua cadeia produtiva três segmentos distintos: geração, transmissão e distribuição. Geração é o segmento ao qual pertencem todas as unidades produtoras de energia, sejam elas usinas hidrelétricas, térmicas, etc. No entanto, a produção de energia no Brasil é predominantemente oriunda de usinas hidrelétricas, tendo as termelétricas uma função complementar.

#### Tabela 3

O fato de o Brasil ser enorme e ter desigualdades regionais acentuadas faz com que seja necessário que se tenha um grande sistema de transmissão de energia capaz de levar a energia produzida de um extremo para outro do país. Dessa forma, contorna-se problemas de desigualdades de índices pluviométricos que possam existir. O segmento de transmissão de energia é responsável pelo transporte da energia gerada até os grandes centros de consumo no país. De fato, o local de construção da usina não é escolhido a esmo, mas sim onde há quedas d'água e condições necessárias de rios para tal produção. Conseqüentemente, há uma grande distância entre os centros produtores e consumidores. Resumindo-se, as duas funções básicas das redes de transmissão são levar a energia aos consumidores e resolver problemas de desequilíbrios hidrológicos entre regiões.

O segmento de distribuição de energia é responsável pela *delivery* de energia proveniente dos pontos de entrega na rede de alta tensão.

Em 1995, o governo iniciou o programa de privatização para o setor. Esse programa, que iniciou-se pelas distribuidoras, levou e ainda levará ao aumento da competitividade no setor, tendo as empresas que realizar investimentos para melhoria da produtividade rumo a um cenário futuro de competitividade perfeita. Para tal propósito, foi idealizado um novo mercado de energia elétrica no Brasil, com os seguintes pressupostos:

1. Formação do ambiente de competição e a criação da figura do cliente livre: o cliente livre poderá escolher a sua empresa prestadora de serviços de eletricidade, estimulando o mercado de concorrência perfeita.
2. Desverticalização das empresas elétricas: anteriormente, em situações de monopólio, empresas realizavam as tarefas de geração, transmissão e distribuição de energia. Com um sistema de produção praticamente todo estatal, verticalizado, se praticava um modelo no qual ineficiência, utilização da contenção de tarifas para controle da inflação e inadimplência setorial eram comuns. Com a desverticalização, cria-se um mercado competitivo para a comercialização de energia, com o preço da energia tendo a função de melhorar a qualidade do serviço e financiar a expansão da oferta de energia elétrica.
3. Livre acesso às linhas de transmissão: quaisquer que sejam as empresas proprietárias das linhas de transmissão, todos os produtores ou consumidores livres têm o direito de transportar sua energia, mediante o pagamento de uma tarifa para o uso de transmissão.
4. Retirada do governo como proprietário no setor: um dos objetivos da privatização é obter-se recursos para a expansão dos investimentos e aumento da produção, atitudes que o governo não pode arcar, já seus níveis de endividamento e sua capacidade de financiamento já estão esgotados<sup>5</sup>.

Passos já foram e estão sendo dados. No entanto, é plausível pensar que uma transição abrupta geraria vários problemas. Para evitar-se maiores confusões, a transição é feita de forma mais amena, na qual apenas a energia faltante ou excedente de contratos bilaterais iniciais poderia ser negociada no mercado *spot*. Os contratos iniciais são os contratos bilaterais estabelecidos para dar início às operações do novo mercado de energia livre no Brasil. São contratos de longo prazo firmados entre empresas geradoras (de energia elétrica “velha”, em geral, oriunda de instalações já amortizadas) e distribuidoras, com preços e volumes fixados pela agência reguladora, a ANEEL, e substituem os tradicionais contratos de suprimento até então existentes. Somente após 2003, ficam liberados 25% da energia contratada para livre comercialização, até que em 2006 toda a energia contratada poderá ser via mercado livre. Os contratos bilaterais são contratos de compra e venda, livremente negociados entre duas partes, de acordo com a expectativa de ambas com relação aos preços futuros<sup>6</sup>.

#### Gráfico 1

Em 1999, o sistema elétrico brasileiro passou a gerir recursos escassos, em virtude de condições hidrológicas desfavoráveis, tendo as usinas termelétricas aumentado suas produções para garantir o suprimento de energia e tendo ocorrido também a transferência de energia entre as regiões para suprir os baixos níveis nos reservatórios das regiões Nordeste e Sudeste, a partir de excedentes na Região Norte e maximização da geração em Itaipu. No entanto, em 2001, esse quadro se agravou. O país entrou em um período de racionamento a partir de junho de 2001 visando reduzir o consumo de energia em 20% nas regiões Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste, sob a coordenação da Câmara de Gestão da

<sup>5</sup>Duke Energy International. “Guia do Cliente Livre” Novo Mercado de Energia Elétrica no Brasil.

<sup>6</sup> Congresso Nacional. “A Crise de Abastecimento de Energia Elétrica – Relatório”. Brasília, 2002.

Crise Energética. O racionamento se durou até fevereiro de 2002, quando as chuvas deram uma trégua aos reservatórios de energia. Para se ter uma idéia, devido ao racionamento, o PIB apresentou crescimento de 1,5% em 2001 contra 4,36% em 2000. As figuras abaixo refletem o nível de armazenamento nos reservatórios das regiões Sudeste e Nordeste.

Gráficos 2 e 3

O texto acima objetiva um breve resumo das tendências e ações que vem sendo tomadas no mercado energia a fim de que possamos analisar as principais variações ocorridas nos balanços de empresas do setor.

### **Pontos Chave do Crédito:**

#### **Necessidade de Financiamento – Índices de Endividamento**

Uma das características principais do setor é o alto endividamento em dólar, haja vista os investimentos necessários para a expansão da capacidade produtiva. Como exceção, aponta-se a Eletrobrás que, graças a Itaipu (única energia negociada em dólar), tem sua receita tarifária atrelada ao dólar (sendo portanto um *hedge* natural) e tem saldo positivo entre ativos e passivos em dólar. No entanto, as empresas estrangeiras, que entraram no mercado brasileiro após a privatização, investiram muito e por períodos um pouco mais longos, dificultando o casamento perfeito de operações de *swap* com o objetivo de tornarem-se *hedgeadas* da variação do dólar. Os custos na tarifa provenientes do dólar (energia de Itaipu) serão tratados mais adiante.

Dessa forma, os índices de liquidez das empresas apresentaram piora ao longo do tempo, assim como os principais indicadores de endividamento.

Ressalta-se, porém, a aplicação do deferimento do impacto da desvalorização cambial de acordo com a MP número 1818/99 e na Deliberação CVM número 294/99 têm sido

executada pelas empresas. Em 2001, diante da nova repetição dos fatos (excessivas despesas financeiras), a CVM editou nova Deliberação, nos mesmos moldes da de 1999: Deliberação nº 404 que dispõe sobre o tratamento contábil dos ajustes de ativos e passivos em moeda estrangeira. A referida deliberação, no seu item VIII, permite o diferimento, para amortização em até quatro anos, do resultado líquido negativo decorrente dos ajustes de variação cambial nos saldos de obrigações e créditos ocorridos no ano de 2001. A amortização do diferimento deverá ser completada com base nas liquidações futuras das obrigações em moeda estrangeira, o que na prática provocará uma redução no prazo máximo de diferimento.

Ou seja, se uma empresa tem uma despesa financeira de R\$100 milhões, por exemplo, ela poderá computar R\$ 25 milhões em despesas financeiras no DRE (Demonstrativo do Resultado do Exercício) e os outros R\$ 75MM como Ativo Diferido, a serem amortizados ao longo de 4 anos, por exemplo. O resultado dessa aplicação é o maqueamento dos resultados financeiros do exercício, levando a um Resultado Líquido do Exercício muito maior do que o efetivamente observado, aumentando, portanto, o Patrimônio Líquido da Empresa.

### **A questão do Anexo V – receitas com o racionamento**

A questão que ficou conhecida como Anexo V dos Contratos Iniciais foi um motivo de grande polêmica no setor elétrico. Conforme já dito, existiam contratos iniciais de fornecimento de energia elétrica como preços e volumes fixados pela ANEEL. A energia que fosse excedente ou que faltasse nesses contratos poderia ser negociada no MAE (Mercado Atacadista de Energia). Com o racionamento de energia, observou-se a retração na participação de dois agentes no ciclo de produção: os consumidores responsáveis pela demanda final de energia que foram “obrigados” pelo Presidente da República a aderirem ao programa e os geradores de energia, que viam seus reservatórios em níveis muito abaixo do habitual. Diante desse quadro, os distribuidores, de acordo com seus direitos contratuais, exigiram o suprimento de energia a que tinham direito. No entanto, a demanda por energia não era a mesma pré-estipulada quando foi assinado o contrato. O objetivo dos distribuidores era exercer seu direito de comprar energia dos geradores aos preços fixados pela ANEEL e vender o excedente (pois certamente sobraria já que os consumidores finais

estavam em racionamento) no mercado *spot* a preços muito mais altos, auferindo ganhos excelentes. O paradoxo dessa situação é que formou-se um ciclo vicioso de energia virtual, no qual os geradores de energia deveriam ir no mercado *spot* comprar a energia que os distribuidores tinham direito de receber contratualmente. No entanto, essa energia que os geradores buscavam no MAE é a mesma que os distribuidores consideravam como excedente de seus contratos e que deveria ter sido fornecida pelos próprios geradores. E essa energia toda jamais existiu e jamais tinha sido produzida!

Como consequência, distribuidoras de energia computaram como receita toda essa energia que supostamente elas teriam direito a vender no mercado *spot* a preços bem maiores. A Light e a Eletropaulo, por exemplo, lançaram com receita nos períodos de junho a setembro de 2001 os valores de R\$ 317 e R\$ 474 milhões respectivamente. Dessa forma, caracterizou-se uma situação na qual as distribuidoras teriam grandes ganhos e as geradoras teriam grandes perdas.

A fim de solucionar-se esse problema financeiramente, as distribuidoras serão ressarcidas via aumento extraordinário de tarifas de 2,9% para consumidores residenciais e rurais e 7,9% para as demais classes, autorizado a partir de janeiro de 2002 e que irá vigorar pelo período necessário para compensação, estimado em torno de três anos. Concluindo a questão, pelo regime de competência, esse ressarcimento financeiro já está computado. No entanto, ele será via aumento de tarifas e esses serviços ainda não foram prestados, obviamente. Essa receita só deverá efetivamente virar caixa ao longo dos 3 anos estimados!

### **Margem Operacional – Repasse total dos Custos**

As tarifas cobradas dos consumidores tem a composição de acordo com a tabela abaixo:

## Tabela 4

Percebe-se que os elevados impostos que incidem sobre o produto final são o ponto-chave do problema. Custo do serviço e a remuneração das distribuidoras são apenas 20% da composição da tarifa.

O contrato de concessão possui regras para o reajuste de tarifas, permitindo o repasse da elevação dos custos setoriais não administráveis, destacando-se as tarifas de suprimento e transmissão e a CCC (Conta Consumo Combustível), e o reajuste anual dos custos administráveis, de acordo com o IGPM.

As distribuidoras vinham perdendo margens operacionais, baseadas nos itens abaixo:

- com a desvalorização do real frente ao dólar, os custos relativos a energia proveniente de Itaipu (cotada em dólar) geravam perdas para as distribuidoras.
- Em 2000, destaca-se como despesas do setor os aumentos, em torno de 100% e 26%, em abril e julho, respectivamente, da CCC (Conta Consumo Combustível), devido a maior utilização da energia térmica pelo país. Esta conta estabelece o rateio entre as distribuidoras do setor elétrico do ônus decorrente de energia produzida pelas usinas termelétricas, ou seja, as distribuidoras ajudam a financiar a compra de óleo para as usinas termelétricas.

A solução encontrada foi a seguinte: as variações ocorridas nos itens não gerenciáveis, tais como a energia advinda de Itaipu, CCC e a tarifa de transmissão que ainda não tivesse sido repassada para as tarifas do período em questão, foram diferidas, sendo amortizada a partir do próximo reajuste tarifário. Dessa forma, melhorou-se a fisionomia dos balanços das empresas distribuidoras, que sofreram com os aumentos dos custos e o descasamento desses aumentos com o período de reajuste tarifário.



Além dos fatores citados acima, a população, em geral, após o racionamento, se acostumou e gostou de consumir menos e levará algum tempo para a taxa de consumo reencontrar os patamares de antes do racionamento. Além disso, o elevado patamar das taxas de juros da economia faz com que a demanda interna diminua, diminuindo a produção da economia e, conseqüentemente, o consumo de energia elétrica. Quanto mais a economia voltar a crescer, mais energia será consumida.

### **Riscos inerentes ao grupo econômico**

Com o processo de privatização, o capital estrangeiro passou a ter importante papel no setor elétrico brasileiro. De fato, eles deverão estar muito presentes nessa nova fase que inicia-se na energia brasileira via investimentos diretos na capacidade produtiva, via ajuda para melhorar a composição de dívida de muitas empresas e via investimentos na modernização de sistemas visando redução de custos tais como falhas nos medidores e desvios de energia (“gatos”). No entanto, muitos dos controladores estrangeiros, que deveriam ter o papel de “pai”, fornecendo recursos e *know-how*, estão precisando de sérias ajudas. É o caso da gigante Enron, que pediu concordata em 2001. O principal alvo da Enron no setor de energia é a Elektro, distribuidora de energia do Estado de São Paulo.

Quando se concede um crédito a uma empresa, as garantias são peça fundamental da operação. Muitas vezes, uma empresa que não apresenta uma saúde financeira muito boa, consegue um crédito graças ao aval de sua controladora muito boa, capaz de honrar sem problemas sua dívida caso essa não seja paga. Dessa forma, evidencia-se aqui o fato da Elektro não ter “costas quentes” pois seu principal acionista faliu. Além disso, a quebra de uma empresa como a Enron mitigou a confiança de analistas, do público e dos investidores com o setor.

### **Necessidade de Investimentos Futuros**

O Brasil tem uma capacidade de geração de energia elétrica que ainda não é totalmente explorada. O setor vem requerendo investimentos (causa de grande parte do endividamento em dólar de muitas empresas), assim como irá requerer novos investimentos, pois novas licitações estão sendo encaminhadas e as empresas já existentes no setor deverão se

adaptar a nova realidade de alta produtividade, melhores margens operacionais, melhores preços para o consumidor final, enfim, características de um mercado de concorrência perfeita. A necessidade de CAPEX (*Capital Expendure*) aumentará o risco moral no crédito, que ocorre quando o crédito é destinado a um propósito diferente do previamente estabelecido, a fim de alavancar os lucros, embora arriscando mais. Isso pode levar a inadimplências, devido a má aplicação dos recursos por parte dos tomadores de empréstimos, que objetiva crescer ou se manter vivo em um mercado que tende a ser muito competitivo.

Tabela 5

Figura 1

Fonte: ANEEL.

### **III.2 - Papel e Celulose:**

O papel é um elemento fundamental na vida de todas as pessoas, seja ele em forma de papel higiênico, embalagens, papel gráfico, etc. No entanto, não se tem idéia da complexidade de sua produção, que envolve várias etapas e tipos específicos de plantas para cada tipo de papel.

As principais matérias-primas empregadas no setor são as reservas florestais, materiais químicos, minerais e fertilizantes. Porém, as florestas constituem a principal matéria-prima, pois fornece a madeira e, conseqüentemente, a celulose.

A espécie vegetal utilizada determina se a fibra produzida será longa ou curta. As fibras longas, que têm maior resistência, são indicadas para fabricação de embalagens e produtos do gênero. As fibras curtas, com maior capacidade absorvente e menor

rugosidade, são indicadas para produtos menos rígidos, como papel para impressão, papel higiênico, etc.

O objetivo da fabricação da celulose é separar as fibras umas das outras. A seguir, são novamente misturadas na máquina de papel, sob a forma de folhas, cujas propriedades e peso específico são determinados para cada tipo de uso final. As características das folhas, portanto, dependem muito da morfologia das fibras e do tipo e extensão de transformação pela qual passam durante a elaboração da pasta de celulose, principalmente durante o refino e antes de sua moldagem em folhas propriamente ditas.

Como exemplo, podemos citar as fibras da folha do eucalipto, que são muito curtas, de baixa granulação (peso da fibra dividido pelo seu comprimento) e rígidas, o que acarreta nas condições propícias para a produção de papéis de textura fina para aplicações gráficas. Esses tipos de papéis demandam um grande número de fibras por grama (garantidos pelo fato das fibras de eucalipto serem curtas e de baixa granulação) e alto grau de opacidade (garantidos pelo fato da fibra do eucalipto ser rígida, proporcionando uma estrutura de papel volumosa, com alta opacidade). Dessa forma, as características das fibras do eucalipto citadas acima garantem papéis de alta qualidade, volume, rigidez e lisura, maciez, sendo recomendadas, portanto, para papéis higiênicos, cartões, papéis de impressão usados em máquinas *xerox* e papéis empregados em artes plásticas. As propriedades particulares das fibras de eucalipto tornam a pasta celulósica do eucalipto a melhor matéria prima para a maioria dos tipos de papel fabricado sem elementos de madeira. Quando devidamente processadas, alcançam todas as exigências de alta qualidade, agregando mais valor ao produto final.

Tabelas 6 e 7

<b>Produção de Pastas Celulósicas - em toneladas</b>			
	<b>2001</b>	<b>Jan-Set/01</b>	<b>Jan-Set/02</b>
Fibra Longa	1.438.495	1.064.279	1.125.035
. Branqueada	70.985	55.321	63.953
. Não Branqueada	1.367.510	1.008.958	1.061.082
Fibra Curta	5.504.971	4.079.378	4.361.419
. Branqueada	5.292.351	3.921.792	4.169.252
. Não Branqueada	212.620	157.586	192.167
P.A.R.	468.561	352.892	360.141
<b>Total</b>	<b>7.412.027</b>	<b>5.496.549</b>	<b>5.846.595</b>

<b>Produção de Papel - em toneladas</b>			
	<b>2001</b>	<b>Jan-Set/01</b>	<b>Jan-Set/02</b>
Papel de Imprensa	232.800	174.913	183.296
Papel de Imprimir e Escrever	2.126.771	1.576.800	1.611.150
Papel de Embalagem	3.526.277	2.621.679	2.670.976
Papel para Fins Sanitários	619.012	458.804	496.576
Papelcartão	504.618	374.322	401.062
Cartolinas	65.989	51.077	46.061
Outros	362.300	266.416	265.804
<b>Total</b>	<b>7.437.767</b>	<b>5.524.011</b>	<b>5.674.925</b>

Fonte: Bracelpa: Associação Brasileira de Celulose e Papel

Percebe-se, pelo gráfico acima, que a indústria brasileira não produz apenas celulose, mas produtos derivados, com maior uso de cargas minerais em proporção às fibras, além de misturas de fibras curtas e longas.

A estrutura de custos do setor está concentrada em capital, fibras virgens e recicladas, energia produtos químicos e transporte. Por ser um setor intensivo em capital, tanto na formação de florestas quanto na área industrial, é necessário que se opere em alta escala de produção. Além disso, ressalta-se o caráter cíclico dos investimentos, pelo qual aumentos no preço internacional da *commodity* e aquecimento da demanda estimulam e levam a *booms* de investimentos, assim como queda nos preços e desaquecimento da demanda levam a retrações na produção e fechamentos de plantas.

Outra característica do setor é o fato das grandes empresas integradas de papel e celulose serem, predominantemente, de controle privado nacional, o mesmo ocorrendo com os produtores não integrados de celulose.

Os maiores *players* integrados nacionais são bastante competitivos com relação a seus concorrentes internacionais, no que se refere à qualidade dos produtos quanto a custos baixos de produção. Algumas vantagens são:

- o custo da madeira é a maior vantagem comparativa do setor. A principal madeira utilizada na fabricação de fibra curta, que é o eucalipto, tem um ciclo de corte de 6 a 7 anos, enquanto que as árvores utilizadas por outros países têm seus ciclos de corte de mais ou menos 15 a 20 anos, tornando assim mais oneroso o custo de produção.
- Baixo custo da mão-de-obra, se comparado aos países desenvolvidos
- Imenso parque florestal brasileiro
- Condições de solo e clima adequadas
- Empresas de celulose são capazes de gerar parte de sua energia consumida , pela queima de licor negro, produzindo vapor. Por exemplo, a Bahia Sul e a Aracruz são auto-suficientes na produção de energia.

Tabela 8

CUSTO CAIXA DE PRODUÇÃO US\$/TON						
Brasil	Indonésia	Suécia	Finlândia	Espanha	Canadá	EUA
212	236	270	287	300	340	373
Obs: custo de produção total, menos depreciação, mais custos de comercialização para norte da Europa, com exceção da Indonésia que foi considerada distribuição p/ a Ásia						
Fonte: Aracruz - 2º trimestre - 2001						

Em termos de receita, deve-se considerar que a celulose é uma *commodity* e que seu preço está sujeito a variações de oferta e demanda. Além disso, há uma correlação muito grande entre os preços da *commodity* e os estoques NORSCAN (representado pelos estoques do Canadá, Estados Unidos, Suécia, Finlândia e da Noruega). Fazendo-se uma análise do mercado ao longo da década de 90, chegamos às seguintes evidências:

- No final de 1994, houve um equilíbrio entre oferta e demanda, levando a queda nos estoques a um nível considerado abaixo do ideal (1,5 milhão de toneladas), o que pressionou o preço da *commodity*, que perdurou até 1995.
- Os preços da celulose fibra curta ingressaram o ano de 1995 no patamar de US\$ 690/t, atingindo US\$ 900/t em dezembro do mesmo ano. Em 1996 iniciou-se uma época de preços declinantes, que permaneceu até 1998. No final de 1996 o preço da celulose fibra curta atingiu a cotação de US\$ 520/t, tendo atingido a cotação de US\$ 400/t em março do mesmo ano. Ao final de dez/1997 o preço era de US\$ 550/t e em dez/1998 era de US\$ 430/t.
- 1999: Conforme evidenciado no caráter cíclico de investimentos do setor, o ritmo de investimentos diminuiu e algumas plantas, principalmente nos Estados Unidos, Europa e China fecharam. No entanto, novas fábricas de papel, principalmente na China e na Indonésia aumentaram a demanda pelos produtos do setor. Além disso, deu-se a crescente recuperação da economia asiática, aumentando ainda mais a demanda. Tais fatos levaram a redução do estoque de celulose, que chegou a um número bem baixo em dez/1999: 1.147 mil toneladas.
- 2000: foi considerado o ano de recuperação do preço da *commodity*: em jan/1999 o preço era de US\$ 420/t para a celulose fibra curta, em dez/1999 era de US\$ 590/t. Em mar/2000 era de US\$600/t, em jun/2000 era de US\$ 650/t e em dez/2000 chegou a US\$ 690/t.
- 2001: o preço da celulose sofreu novo impacto: de US\$ 690/t CIF Europa (preço lista) foi para US\$ 395 em set/2001. Essa queda foi o reflexo do aumento dos estoques NORSCAN, em paralelo a queda da demanda mundial. De fato, a média mensal dos estoques NORSCAN de 2000 foi de 1.350 mil toneladas, enquanto que nos primeiros nove meses de 2001 foi de 1.835 mil toneladas. O forte controle fez com que os estoques caíssem para 1.549 toneladas em set/2001, 1.501 toneladas em out/2001, quando então os preços se recuperaram passando para US\$ 425/t em out/2001, estabilizando-se até dezembro. A forte queda dos estoques foi intencional por parte da oferta porque a demanda permaneceu fraca, devido, em grande parte, aos atentados terroristas de 11 de setembro, que retraíram a atividade

econômica. Porém, em novembro e dezembro os estoques NORSCAN aumentaram em média 100 mil toneladas/mês.

- 2002: em ago/2002, os estoques NORSCAN atingiram 1.606 mil toneladas e o preço da celulose fibra curta estava em US\$ 510/t no início do segundo semestre de 2002, enquanto que o preço para as fibras longas estava ligeiramente abaixo (US\$ 500/t).

#### Gráfico 4

O texto acima objetivou proporcionar ao leitor o panorama da indústria brasileira de papel e celulose, assim como suas principais características e dependências do nível de estoque mundial (ditado pelos estoques NORSCAN) e de fatores conjunturais nacionais e internacionais.

#### **Pontos Chaves do Crédito:**

O setor possui uma balança comercial favorável. De fato, Papel e Celulose é um setor que é eminentemente exportador, tendo suas receitas atreladas a moeda americana, que se valorizou muito frente ao real. No entanto, o preço da *commodity* apresentou uma trajetória declinante. Qual dos dois efeitos foi mais forte? Se levarmos em consideração o último ano, os preços evoluíram de US\$ 395/t para US\$ 510/t (preços do início dos segundo semestres), apresentando trajetória de alta, assim como o dólar se valorizou no período (67,9% nos primeiros nove meses de 2002).

A Klabin, grande empresa do setor, apresentou EBITDA *record* totalizando R\$ 262 milhões no 3T/02 (28% a mais do que o mesmo período no ano anterior), e R\$ 613 milhões de janeiro a setembro de 2002.

A Aracruz (que exporta 96% de sua produção) apresentou EBITDA de R\$ 625,8 milhões no 3T/02 (24% a mais do que o mesmo período no ano anterior) e a Bahia Sul teve EBITDA de R\$ 321,3 milhões (18% a mais do que o mesmo período no ano anterior).

A alta do dólar e a expectativa de valorização dos preços da *commodity* a partir de 2004 fazem com que o setor brasileiro de papel e celulose venha a apresentar lucros ainda

maiores. Por ter superado com grande eficiência o período de “vacas magras” do meio da década de 90, o setor agora apresenta resultados bastante expressivos.

### **Endividamento em dólar**

Muitos dos resultados de empresas do setor foram comprometidos por despesas financeiros atreladas a moeda americana. Vale ressaltar que a receita da maioria das empresas do setor é em dólar, constituindo-se assim um *hedge* natural das dívidas. Como exemplo, apontamos a Aracruz que em seu balanço em reais apresentou no 3T/02 um prejuízo líquido do exercício de R\$ 161,7 milhões , enquanto que, se dolarizado, esse balanço apresenta lucro de US\$ 107 milhões. O analista somente deve prestar atenção nos fluxos de recebimentos e pagamentos para evitar possíveis atrasos de pagamentos, em casos de maior descasamento.

### **Reestruturação do setor**

Um movimento que se vem observando no Brasil, como em outros países, é a busca de escala de produção e de concentração de foco em segmentos específicos - celulose, papel, embalagens, papéis. No Brasil, seguindo a tendência mundial, a ação empresarial vem ocorrendo em duas vertentes principais: o aumento de escala e a ênfase em produtos e mercados em que cada empresa procura se concentrar com maior eficiência e melhores resultados. Isso levou a grandes fusões em nível mundial - e também a associações, acordos estratégicos e aquisições no Brasil.

Alguns exemplos significativos dessa tendência foram:

- A Suzano Papel adquiriu a participação da Cia. Vale do Rio Doce na Bahia Sul, passando a deter 100% de seu capital;
- A VCP passou a ser acionista da Aracruz, com 28% do capital votante
- A Klabin comprou a Igaras;
- A JBP conquistou 100% do capital da Cenibra
- A Aracruz adquiriu a participação da Odebrecht na Veracel
- E a International Paper adquiriu a Champion<sup>7</sup>.



O setor de Papel e Celulose brasileiro deve se beneficiar muito com um futuro aumento nas cotações da *commodity*, assim como valorizações do dólar frente ao real. Isso porque superou com grande eficácia todas as turbulências a que foi submetido devido a sua alta competitividade caracterizada por baixos de produção e com grande capacidade de suportar baixas cotações da *commodity*, auto geração de energia e agora, mais do que nunca, com ganhos de escala e sinergia que vêm ocorrendo.

### **III.2 - Setor Petroquímico:**

A cadeia produtiva do setor petroquímico brasileiro divide-se entre as indústrias de primeira, segunda e terceira gerações. A principal matéria-prima utilizada pela indústria de primeira geração é o nafta, resultante do refinamento do petróleo. Por meio de um processo conhecido como craqueamento da nafta, as centrais de primeira geração conseguem produzir os gases eteno e propeno. Estes gases passam por um processo de polimerização para serem transformados em resinas termoplásticas nas indústrias de segunda geração. Os termoplásticos polietileno, polipropileno, PVC e PET são resultantes desse processo e podem ser moldados, já que amolecem quando aquecidos e se retraem quando resfriados. A partir dos produtos das indústrias de segunda geração, oriundas famosos produtos do dia-a-dia como peças para construção civil, eletrodomésticos, brinquedos, etc.

<sup>7</sup> [www.bracelpa.org.br](http://www.bracelpa.org.br)

O modelo tripartite (capitais estrangeiros, nacional privado e nacional público) foi o utilizado na estruturação do setor petroquímico brasileiro. Esses capitais dividiam entre si o controle das centrais petroquímicas, de primeira geração. Ao redor das centrais de primeira geração, estavam as empresas de segunda geração, responsáveis pela fabricação dos produtos petroquímicos finais. Ao longo, dos anos surgiram *players* de destaque, que consolidavam cada vez mais suas posições. Além disso, no início dos anos 90, começou o processo de alienação da Petroquisa, *holding* estatal do setor petroquímico.

Todas essas tendências levaram o país a ter sua planta petroquímica dividida em três principais pólos: o pólo petroquímico de Triunfo, ao redor da central de primeira geração COPESUL, o pólo de Camaçari, com a central de primeira geração COPENE e o pólo de Capuava, com a central de primeira geração PQU (Petroquímica União). Todos esses pólos caracterizam a desverticalização do setor, além de complexas organizações societárias.

A breve citação sobre o setor feita acima, intrinsecamente, dá margem ao estudo das principais variações ocorridas nos balanços das empresas nos últimos anos, principal alvo do analista de crédito. Abaixo, isso se tornará mais claro.

### **Pontos Chave do Crédito:**

#### **Perda de margens operacionais ao longo do tempo**

Conforme demonstrado no texto acima, a principal matéria-prima da cadeia produtiva é a nafta, derivado do petróleo. Fatores conjunturais de ordem internacional, como conflitos no Oriente Médio, têm levado a uma trajetória de alta nos preços do petróleo, o que eleva os custos do principal insumo da indústria petroquímica.

O efeito total nas receitas do setor petroquímico pode ser decomposto em dois efeitos: um é o preço da *commodity* e o outro é a taxa de câmbio, já que o nafta é cotado em dólar. No caso estudado aqui, os dois efeitos têm sido para a mesma direção, havendo uma elevação dos preços da nafta e uma desvalorização do real frente ao dólar, levando a perda nas margens operacionais do setor.

Por outro lado, o repasse do aumento dos custos não ocorre em sua totalidade. O consumidor final do setor petroquímico pertence em grande parte ao setor terciário (construção civil, famílias, etc.) que sofrem de desaquecimento devido a também alta taxa de juros básica SELIC da economia brasileira.

O resultado é a queda da margem bruta (via desaquecimento das vendas e via a impossibilidade de rapasse do aumento do preço da nafta) que, obviamente, afeta todas as margens que estão contidas nela (operacional e líquida).

## **Reestruturação do setor**

A estrutura histórica do setor petroquímico brasileiro nos leva às seguintes conclusões que são prejudiciais a produção tais como o conflito de interesses entre os acionistas, pois os donos das indústrias de segunda geração são os donos das indústrias de primeira geração, a enorme distância entre a indústria de primeira geração e o consumidor final e os prejuízos fiscais decorrentes de impostos que incidem em cascata (PIS/COFINS, por ex., que incidem sobre o faturamento bruto).

Chegou-se a essas conclusões, primordialmente, devido a interdependência da cadeia produtiva do setor que leva a uma necessidade de se integrar verticalmente a produção.

E isso já vêm sendo feito. Haja vista a gigante Brasken, oriunda da fusão das indústrias de segunda geração com a central de primeira geração COPENE no pólo petroquímico de Camaçari. A Brasken já nasce sendo a maior petroquímica da América Latina com produção de 4,25 milhões de toneladas de petroquímicos básicos, de segunda geração e intermediários. Estudo realizado pela Consultoria McKinsey apontou como sendo de R\$ 332MM, sendo desses R\$139MM de ganhos de economias tributárias.

O resultado dessa reestruturação do setor petroquímico será, sem a menor sombra de dúvida, benéfico para a competitividade do setor. No entanto, os analistas estão em estado de alerta, acompanhando passo a passo as fusões, aquisições e incorporações que vem sendo realizadas. Nesse meio do caminho, há grandes variações nas estruturas patrimoniais das empresas. Destaca-se o alto endividamento em moeda estrangeira (pois empresas se endividam para comprar uma às outras e, além disso, o dólar vem se valorizando muito frente ao real). Dependendo da empresa específica que solicitar um crédito, é fundamental portanto analisar-se como ela entrará no processo de reestruturação e se, em determinada etapa do processo, ela se encontrará com necessidades de capital de giro que não possam ser totalmente honradas no prazo estabelecido, por falta de liquidez.

#### **IV – CRÉDITO: O QUE O MERCADO OFERECE?**

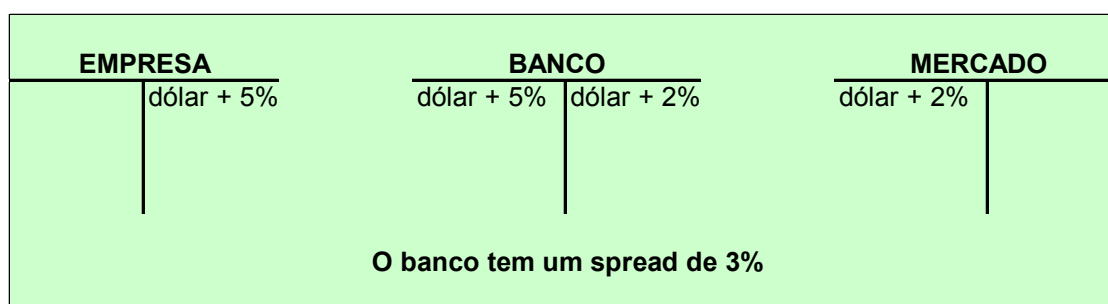
Análise de Crédito para empresas até agora objetivou demonstrar o comportamento dos bancos de investimentos (os emprestadores tratados nesta monografia) em decorrência das variações nos balanços de empresas, dadas mudanças estruturais e conjunturais. No entanto, é de extrema utilidade considerar-se situações em que, **dado um risco de crédito fixo**, os bancos se sentem mais aptos ou menos aptos a incorrer em tais riscos. Esse é o foco do trabalho apresentado neste capítulo, que será dividido em subseções:

### Prazo e Garantias:

O prazo das operações vem encurtando ao longo dos últimos acontecimentos em decorrência de mudanças administrativas que muitos grupos econômicos vem sofrendo (sobretudo devido às privatizações), volatilidade muito grande no mercado financeiro (o que leva os bancos de investimentos a darem mais importância a mesa de operações do que ao crédito), sucessão presidencial com vitória da oposição e, principalmente, grandes variações nos balanços e saúde financeira das empresas.

### O Coupom Cambial e a volatilidade do dólar:

Quando uma empresa toma um empréstimo em moeda estrangeira, é comum os bancos se zerarem no mercado, dessa forma isentando seu risco quanto a variação cambial, restando-lhe apenas o risco de crédito da empresa. Supondo, por exemplo, que a empresa X recebe um empréstimo que será corrigido a variação cambial + 5% no período em empréstimo. O banco de investimento Y estará, portanto, ativo em dólar + 5% e passivo junto ao mercado financeiro em dólar + 2%, recebendo pela operação em *spread* de 3%. Dessa forma, o banco Y isenta-se do risco da variação cambial e incorre apenas no risco da empresa X não honrar seus compromissos no prazo estabelecido. A figura abaixo demonstra o que foi dito acima:



No entanto, se esse *spread* fosse de 20 ou 30 ou 40% ao invés dos 3% citados acima? Obviamente, a propensão dos bancos de investimento, dado um risco de crédito fixo, de

conceder o crédito, é muito maior. O mesmo risco valerá muito mais a pena! E é isso que vem acontecendo ultimamente no mercado financeiro. Dada uma alta volatilidade do dólar, oportunidades de grandes *spreads* surgem ao longo do dia. Como isso funciona?

Quando um banco solicita no mercado financeiro um empréstimo em dólar, o custo de oportunidade naquele exato momento de se tomar dinheiro em dólar ou em CDI deve ser o mesmo. Essa afirmação é garantida pelo conceito de arbitragem. Se, para o mesmo prazo, um empréstimo em CDI for mais barato do que em dólar, todos solicitariam empréstimos a CDI, conseqüentemente o custo do CDI aumentaria (dado um aumento na demanda), até se igualar ao custo em dólar. Dessa forma:

$$\boxed{\textit{Variação de CDI no período} = \textit{Variação do dólar no período} \times \textit{Cupom Cambial}}$$

Pela equação acima, percebe-se que o cupom cambial é o responsável pela garantia da igualdade na equação.

Em períodos de alta volatilidade do dólar e considerando-se prazos curtos, cupom cambial torna-se muito grande, pois é calculado por muitos bancos de investimento em relação a PTAX, que reflete condições do mercado no dia anterior. Ou seja, se o dólar *spot* apresentar uma variação de +2% em um determinado dia, o dólar futuro para o próximo vencimento refletirá esse aumento. No entanto, a PTAX ainda não refletiu esse aumento, pois é calculada pelas cotações do dia anterior. A grosso modo, em um exemplo como esse, percebe-se que o cupom cambial torna-se negativo, pois dado um CDI “constante” (pois não é tão volátil como o dólar), o cupom cambial torna-se negativo para que se iguale a equação.

A tabela abaixo demonstra o cálculo do cupom cambial. Primeiramente, observa-se uma situação em que o dólar futuro está abaixo da PTAX, ou seja, o dólar *spot* do dia 19/11/2002 está caindo e o futuro reflete isso com eficácia, pois o prazo é de apenas 9 dias úteis. Desta forma, se um banco fosse ao mercado, teria que pagar dólar + 4,046%. Para ter lucro na operação, o banco terá que repassar para a empresa a uma taxa maior do que 4,046%.

Tabela 9

<b>DATA DE HOJE:</b>	19/11/02
<b>PTAX:</b>	3,6797
<b>DOLAR FUTURO DEZ 02:</b>	3,562
<b>DI FUTURO DEZ 02:</b>	22,19%
<b>DIAS UTEIS PARA O VCTO:</b>	9
<b>VARIAÇÃO DO DÓLAR NO PERÍODO</b>	0,968013697
<b>VARIAÇÃO DO CDI NO PERÍODO</b>	1,007183069
<b>COUPOM CAMBIAL:</b>	4,046365506

No entanto, imagine uma situação em dólar *spot* esteja subindo e, portanto, o dólar futuro está acima da PTAX. Essa situação está exemplificada na tabela abaixo:

Tabela 10

<b>DATA DE HOJE:</b>	19/11/02
<b>PTAX:</b>	3,6797
<b>DOLAR FUTURO DEZ 02:</b>	3,9336
<b>DI FUTURO DEZ 02:</b>	22,19%
<b>DIAS UTEIS PARA O VCTO:</b>	9
<b>VARIAÇÃO DO DÓLAR NO PERÍODO</b>	1,06900019
<b>VARIAÇÃO DO CDI NO PERÍODO</b>	1,007183069
<b>COUPOM CAMBIAL:</b>	-5,78270441

Nesse caso, o coupon cambial torna-se negativo. Se um banco fosse ao mercado, teria que pagar dólar - 5,78%. Para ter lucro na operação, o banco terá que repassar para a empresa a uma taxa maior do que -5,78%.

De verdade, para as operações como as citadas acima, o coupon cambial negativo é garantido, pois o prazo é curto e, principalmente, porque a variação considerada do dólar no período é em relação a PTAX e não em relação ao dólar *spot*.

A demonstração demonstra a possibilidade de se conseguir um empréstimo em moeda estrangeira (dólar) com o coupon cambial baixo. Quando o dólar *spot* estiver subindo bastante no mesmo dia, os bancos estarão mais propensos a emprestar, dado um risco de crédito da empresa constante. Em períodos de seca no mercado de crédito, essa alternativa de se viabilizar a operação diante desse quadro conjuntural diário vem tornando-se bastante usual, possibilitando baixo coupon cambial para as empresas e altos *spreads* para os bancos.

### **Uma modalidade específica do financiamento do capital de giro: o Papel do Duplo Indexador:**

Uma modalidade específica da capital de giro é o baseado no duplo indexador. O que é isso? O duplo indexador é um capital de giro que, ao final do prazo estabelecido para o empréstimo, o devedor deverá pagar a dívida corrigida ou à variação do CDI no período, ou à variação do dólar no período; das duas a maior.

O financiamento do balanço de pagamentos brasileiro, ou melhor, o financiamento do déficit em conta corrente brasileiro, historicamente, é via capital estrangeiro. Em períodos caracterizados por grandes crises internacionais, como as crises da Ásia e da Rússia, atentados terroristas e crise na Argentina, entre outras, levam a uma queda no influxo de capitais estrangeiros. Dessa forma, o real desvaloriza-se, levando a crises de nervosismo no mercado financeiro, agravadas pelo fato da condução da política monetária brasileira ser via controle da inflação, com metas inflacionárias pré-estabelecidas. Conforme o câmbio mantém-se desvalorizado, a inflação começa a ser repassada para o varejo, levando o Banco Central a aumentar taxa de juros básica da economia.

Diante desse quadro de incertezas, os bancos concedem créditos, desde que protegidos de variações cambiais, podendo ainda auferir grandes lucros em casos de desvalorizações do câmbio consideráveis. Em caso de apreciação do câmbio, exerce-se na operação de duplo indexador o CDI, remunerando os bancos a uma taxa que é lastreada na SELIC.



## V - CONCLUSÃO:

“Análise de Crédito: A Teoria na Prática” objetivou demonstrar como a teoria se traduz em prática no dia-a-dia. Os analistas são profissionais especializados em créditos para empresas ou setores específicos. Dessa forma, uma análise só sofrerá mudanças substanciais se houver mudanças nos indicadores, estrutura patrimonial ou societária, etc., dado que todos os outros fatores analisados em períodos anteriores tenham permanecido constantes, *ceteris paribus*.

O foco principal da monografia foi a aplicação do que foi dito acima para os setores elétrico, de papel e celulose e petroquímico. As principais variações ocorridas nas análises das empresas desses setores constituem-se em *key-issues credits*, ou seja, são os pontos

chaves que apresentaram variações, dadas mudanças estruturais e conjunturais a que o setor foi submetido.

A expectativa é que o leitor se familiarize quanto ao processo de análise de um crédito, além de entender sobre a competitividade de três importantes setores da economia brasileira e como esses setores se comportaram em diferentes situações. Pelo lado da oferta de crédito, faz-se também menção a propensão dos bancos de emprestarem mais, dado um risco de crédito constante e períodos de alta volatilidade do dólar.

Dinheiro e tempo são recursos escassos no mundo atual. O analista de crédito está sempre diante dessas duas restrições, tendo sempre a responsabilidade de identificar as principais mudanças ocorridas em suas análises de períodos anteriores. O empresário, por sua vez, deve saber quais são os fatores analisados em seu setor, como se comportar na administração a fim de ter vantagens comparativas em relação a seus concorrentes e deve saber qual é a melhor hora de se pedir um crédito.

#### **BIBLIOGRAFIA:**

Aneel, [www.aneel.gov.br](http://www.aneel.gov.br)

Aracruz, [www.aracruz.com.br](http://www.aracruz.com.br)

Banco Central, [www.bancocentral.gov.br](http://www.bancocentral.gov.br)

BNDES Setorial. Rio de Janeiro, n.12, p. 93-104, set 2000. *Celulose de Mercado: Novo Ciclo de Expansão*

BNDES, [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)

Bracelpa, [www.bracelpa.org.br](http://www.bracelpa.org.br)

Brasken, [www.braskem.com.br](http://www.braskem.com.br)

Caouette, John B. e col. *Gestão do Risco de Crédito – O próximo grande desafio*.

Congresso Nacional. *A Crise de Abastecimento de Energia Elétrica*. Relat. – Brasília 2002

Duke Energy International. *Guia do Cliente Livre*

Equipe de Professores da FEA USP. *Contabilidade Introdutória*. Editora Atlas, 7ª

Edição, 1990

Eletrobrás, [www.eletrobras.gov.br](http://www.eletrobras.gov.br)

Eletropaulo, [www.eletropaulo.com.br](http://www.eletropaulo.com.br)

Gerasul, [www.gerasul.com.br](http://www.gerasul.com.br)

Global Research Service, Moody's Investors Service. *Metodologia de Rating de Empresas Industriais*. Abril de 1999

Iudícibus, Sérgio de. *Análise de Balanços*. Editora Atlas, 6ª edição, 1994.

Iudícibus, Sérgio de. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*. Editora Atlas

Klabin, [www.klabin.com.br](http://www.klabin.com.br)

Light, [www.light.com.br](http://www.light.com.br)

Lopes Filho Consultoria, [www.Lopesfilho.com.Br](http://www.Lopesfilho.com.Br)

Mishkin, Frederic S. *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. LTC Editora, 5ª Edição

Ortolani, Edna Mendes. *Operações de Crédito no Mercado Financeiro*. Edit Atlas, 2000

Qualitymark Editora, 2000





