

Bells & Bayes

RATING ANALYTICS

METODOLOGIA PARA RATING CORPORATIVO

VERSÃO ATUALIZADA EM 01 DE AGOSTO DE 2022

22 DE JANEIRO DE 2024

Disclaimer: A definição dos termos empregados aqui com Iniciais Maiúsculas está no Glossário de Termos para Políticas e Procedimentos da [Bells & Bayes Rating Analytics®](#) (“Bells & Bayes”). A Metodologia aqui descrita é aplicável aos diferentes tipos de entidades emissoras. Em cumprimento ao que estabelece o Art. 10, Parágrafo 2º, da [Resolução CVM nº 9](#), de 28 de outubro de 2020, este documento apresenta a metodologia utilizada pela [Bells & Bayes](#) para atribuição de classificação de entidades emissoras. O código de conduta da [Bells & Bayes](#) estabelece que: i) a adoção de procedimentos que asseguram a qualidade do processo de atribuição de classificação de crédito; e ii) o compromisso de buscar informações adequadas e confiáveis para serem utilizadas na elaboração de nossas classificações de crédito. Nos casos em que a falta de dados confiáveis ou a complexidade da estrutura de um novo tipo de instrumento financeiro levante sérias questões sobre se a agência pode produzir um relatório crível, a [Bells & Bayes](#) não emitirá a classificação, tampouco fará/manterá o monitoramento de rating atribuído. A abordagem das Regras CMV segue as disposições do código de conduta da IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), que exigem que uma agência de rating deve: i) avaliar se seus analistas terão acesso a informações suficientes para avaliar ou continuar a avaliar uma obrigação ou emissor; e ii) abster-se de emitir uma classificação quando houver dúvidas sérias sobre se a agência pode determinar uma classificação, à luz da complexidade ou estrutura de um novo produto ou de um falta de dados robustos sobre os ativos subjacentes a um produto estruturado.

Conteúdo

1	Perfil da Bells & Bayes	3
2	Visão geral da Metodologia de <i>Ratings</i> de Crédito Corporativos	3
2.1	Avaliação para <i>Rating</i> de Emissor	4
2.1.1	Risco do negócio	5
2.1.2	Risco financeiro	5
2.1.3	Relação entre risco de negócios e risco financeiro	5
2.2	Avaliação para <i>Ratings</i> de Emissão de Longo Prazo	5
2.3	Avaliação para <i>Ratings</i> de Curto Prazo	7
3	Abordagem analítica para atribuição do <i>rating</i>	7
3.1	Estrutura para avaliação do rating do emissor	7
3.1.1	Ciclo econômico e risco do negócio	8
3.1.2	Ciclo econômico e valores financeiros de referência	8
3.2	Análise do risco do negócio (essencialmente qualitativa)	8
3.2.1	Avaliação do Risco da indústria	8
3.2.2	Classificação conforme características do negócio	10
3.2.3	Risco individual da firma	11
3.3	Análise do risco financeiro (essencialmente quantitativa)	14
3.3.1	Fatores e perspectivas para avaliação do risco financeiro	14
3.3.2	Ajustes das demonstrações financeiras	16
3.3.3	Relação entre risco do negócio e análise do risco financeiro	16
4	Procedimento de Análise de sentimento	16
5	Escala de rating	17
6	Monitoramento do rating corporativo	17
7	Procedimento de trabalho e prazos típicos	17
8	Glossário e Acrônimos	20
9	Versões anteriores deste documento	23

1 Perfil da Bells & Bayes

A regulação das agências de classificação de risco é algo relativamente recente no mundo, conforme os Princípios do [Código de Conduta para Agências de Classificação de Risco de Crédito](#) da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* da *International Organization of Securities Commissions* - IOSCO), tendo em vista a relevância que informações que as agências de *rating* podem prover ao mercado. A [Bells & Bayes](#), na condução de suas atividades de *rating* prioriza ainda recomendações de reputados organismos de alcance internacional, que emitem recomendações de boas práticas na atividade de emissão de *Second Party Opinion* (SPO) de ESG, e classificação de risco de crédito, por exemplo: [Credit Risk and Ratings Initiative](#), da [PRI-Principles for Responsible Investment](#); [TCFD-Taskforce on Climate-related Financial Disclosures](#); [TNFD-Taskforce on Nature-related Financial Disclosures](#); [ICMA-International Capital Market Association](#), [LMA-Loan Market Association](#) e [GIPS®-Global Investment Performance Standards](#). A [Bells & Bayes](#) realça ainda que mantém atenção continuada, particularmente na condução de suas avaliações relativas a SPOs, nos padrões emergentes em nível internacional, como [Usability Guide-EU Green Bond Standard](#), e [Blue Dot Network \(BDN\)](#), que segundo a OCDE representa uma solução inovadora para ajudar a mobilizar o investimento do setor privado, identificando e incentivando projetos de infraestrutura orientados para o mercado, transparentes e sustentáveis.

Conforme a visão do GRI, o ecossistema de investimentos ESG é composto por *players* em 4 diferentes esferas de atuação: i) organizações que editam e recomendam padrões (*Standards*), como GRI, FASB, ISSB, IASB, e EFRAG; ii) organizações que editam práticas e políticas recomendáveis de composição de prospectos (*Framework*), como TCFD, CDP, PRI, wbcSD, Equator Principles, PCAF, e UN Global Compact; iii) Organizações que classificam emissores e emissões socioambientais (*Rankers*); e iv) agências independentes de classificação de risco de crédito (*rating*). Nesse contexto, a [Bells & Bayes](#) atua como *Ranker*, pois emite SPOs, e como Agência de *Rating*.

A [Bells & Bayes](#) é uma agência independente de classificação de risco de crédito reconhecida e autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil, conforme Ato Declaratório da CVM nº 20.248, publicado em Diário Oficial da União nº 196, de 14 de outubro de 2022 (página 79). As agências de *rating* são notavelmente influentes nos mercados de capitais globais. Os *ratings* para emissores e para ativos financeiros estão profundamente enraizados na estrutura da regulamentação das instituições financeiras, conforme amplamente documentado na literatura científica de Finanças. Uma ilustração do quão relevantes os ratings podem ser: em 1936, os bancos comerciais dos Estados Unidos foram proibidos de comprar títulos com classificação abaixo de BBB. Em 1974, se os corretores/*dealers* de valores mobiliários desejassem possuir títulos classificados abaixo do grau de investimento (BBB), eles eram obrigados a ter mais capital para operar seus negócios. É nesse contexto de convicta contribuição para a promoção de eficiência de mercado que nasceu a [Bells & Bayes](#). Nossa atuação é caracterizada pelo cuidado que dedicamos à preservação da confiança dos agentes no mercado de capitais, de forma a assegurar que esse possa a necessária habilidade de operar eficientemente. Para tanto, a [Bells & Bayes](#) preserva independência, objetividade, competência, prudência, cautela e discrição no desenvolvimento de seu trabalho.

A [Bells & Bayes](#) é uma agência de classificação de risco de crédito moderna, que nasceu em meio a um contexto mundial que exigiu maior integração entre indústria e academia, com vistas a obter soluções orientadas às necessidades da sociedade em diferentes esferas, desde a corporativa até a individual. Nesse sentido, ao emitir seus *ratings* de crédito e de ESG, a [Bells & Bayes](#) seus funcionários perseguem incansavelmente: honestidade, independência, competência técnica, e transparência ao prover a sociedade com dados, informação e conhecimento de qualidade. A [Bells & Bayes](#), seus funcionários e parceiros, no contexto do exercício do papel de classificação de risco, assumem o compromisso inequívoco de lealdade perante os participantes do mercado de capitais e a sociedade.

2 Visão geral da Metodologia de *Ratings* de Crédito Corporativos

Todos os ratings, seja crédito ou não-crédito, atribuídos pela [Bells & Bayes](#) seguem princípios gerais, desde atendimento às normas mais restritivas locais ou internacionais, até questões relativas a método. A respeito

desse último destaca-se o seguinte conjunto de princípios:

1. Acurácia ter baixas taxas de erro decorrentes das predições do modelo.
2. Parcimônia: não usar um número desnecessariamente demorado de variáveis explicativas.
3. Não trivialidade: Produzir resultados efetivamente relevantes e interessantes.
4. Exequibilidade: funcionar em um período de tempo razoável, usando recursos realistas.
5. Transparência e inteligibilidade: fornecer *insights* de alto nível acerca das relações e tendências dos dados, entendendo de onde vem o resultado do modelo.

O crescimento do interesse de investidores menos sofisticados, e a necessidade de facilitar o acesso ao capital por parte de empresas de menor porte realçam a relevância de tais princípios a partir dos quais os ratings atribuídos pela **Bells & Bayes** possam representar contribuições para a eficiência do mercado. A **Bells & Bayes** atribui ratings de crédito para entidades emissoras. A presente metodologia de *rating* fornece a base para atribuir *ratings* a entidades não-financeiras (corporações). Corporações incluem instituições financeiras, corporações escolares e outras entidades, além de empresas não financeiras. A **Bells & Bayes** também pode usar essa metodologia ao classificar entidades que não sejam empresas. Os ratings são avaliações relativas da qualidade creditícia de entidades emissoras. Portanto, essa modalidade de rating é de crédito. A classificação da qualidade creditícia de entidades emissoras, conforme metodologia adotada pela **Bells & Bayes**, está suportada por três dimensões principais de avaliação, mediante provimento de dados e informações suficientes e materiais por parte da entidade avaliada:

1. Perfil Financeiro da entidade avaliada (40% do rating atribuído):

- (a) Rentabilidade (5%): considera indicadores da capacidade de gerar lucro, tais como: ROA, ROE, ROIC, Margem e Giro.
- (b) Eficiência (5%): considera indicadores de eficiência, como margem líquida e margem EBIT.
- (c) Liquidez e solvência (20%): considera indicadores da capacidade de honrar compromissos financeiros e indicadores da intensidade do uso de capitais de terceiro, de curto e longo prazos, tais como liquidez corrente, liquidez seca, dívida líquida/patrimônio líquido, patrimônio líquido/ativos totais.
- (d) Cobertura (5%): considera indicadores de cobertura de juros.
- (e) Prazos e ciclos (5%): considera indicadores dos prazos constatados na operação da entidade emissora, tais como: prazo médio de recebimento e de estique, além de ciclos de caixa e operacional.

2. Aspectos macro e setorial (15% do rating atribuído):

- (a) Risco soberano (10%): o rating da entidade avaliada é influenciado pelo rating soberano.
- (b) Setorial e regulação (5%): assim como o **rating soberano**, outros aspectos representativos do ambiente institucional podem influenciar a avaliação da entidade, tais como: Índice de Percepção de Corrupção (CPI), sistema legal, concentração no mercado doméstico.

3. Perfil da companhia (45%) do rating atribuído:

- (a) Modelo de negócio (12%): Modelo de negócio.
- (b) Posicionamento competitivo (15%): Market share, Tamanho da firma, Peer analysis.
- (c) Governança e estratégia (18%): qualidade da governança, competência executiva, risco de mercado, crescimento, marca e reputação.

Adiante detalha-se o procedimento mediante o qual essas dimensões da entidade emissora são avaliadas.

2.1 Avaliação para *Rating* de Emissor

Ao atribuir uma classificação de crédito a obrigações individuais, a **Bells & Bayes** avalia primeiro o risco de inadimplência, ou seja, a probabilidade de inadimplência do emissor. Em seguida, avalia o risco de

recuperação para obrigações individuais, ou seja, a probabilidade de perdas em caso de inadimplência, entre outras, e incorpora a resultado na classificação. A análise do risco de inadimplência do emissor constitui a base da avaliação e determina a capacidade geral do emissor de cumprir todas as suas obrigações financeiras. Essa classificação de crédito é chamada de **Rating do Emissor**. Na análise de risco de inadimplência, a [Bells & Bayes](#) analisa tanto o risco de negócios quanto o risco financeiro. Consulte o Capítulo 3 ‘Abordagem Analítica ao Rating de Emissor’ para obter detalhes.

2.1.1 Risco do negócio

Mesmo que os indicadores financeiros sejam bons em um determinado momento, para determinar se um emissor pode manter a solidez de seus negócios no futuro, é importante analisar sob diferentes pontos de vista, visualizar como sua capacidade de geração de fluxo de caixa e o valor de seus ativos mudarão ao longo do tempo, reconhecendo a situação atual do emissor. O risco de negócio refere-se à incerteza na projeção dos fluxos de caixa gerados pelas operações do emissor e o valor de seus ativos. Com base em condições macroeconômicas, financeiras e outras condições macro, o risco do negócio avalia: (1) risco padrão do setor ao qual o emissor pertence e (2) risco específico do emissor. Embora a avaliação de risco de negócios seja centrada em avaliações quantitativas, tais como as variações nos lucros e no valor dos ativos, fatores qualitativos também são levados em consideração, tais como: a) fatores ESG e b) menções feitas pela mídia à companhia. Nessas situações, a [Bells & Bayes](#) adota procedimentos metodológicos específicos (disponíveis no website oficial da agência), que integram a presente metodologia. Portanto o processo é integrativo e irrestritamente suportado por dados e informações materiais. O risco do negócio e o risco financeiro, na visão da [Bells & Bayes](#), é integrado conforme resumido na Tabela 1.

2.1.2 Risco financeiro

O risco financeiro é proxy para o risco de amortização da dívida ser prejudicado pelas receitas/despesas e posições, incluindo os níveis de lucro e fluxo de caixa ou o montante de dívidas mantidas pelo emissor. Mesmo entre os emissores que operam no mesmo setor/indústria, expostos ao mesmo nível de risco do negócio, a capacidade de pagamento de suas dívidas varim conforme o equilíbrio entre dívida e fluxo de caixa de cada entidade emissora. A avaliação do risco financeiro é, portanto, baseada em análise de indicadores financeiros, mas também inclui avaliação de fatores qualitativos, como política financeira e política de gestão do risco de liquidez.

2.1.3 Relação entre risco de negócios e risco financeiro

Os níveis de indicadores financeiros necessários para obter uma classificação em determinada categoria podem diferir de entidade emissora para outra. Não é trivial prever os lucros futuros e a situação financeira de uma empresa com alto risco de volume de negócios, e há também a possibilidade de os lucros, fluxos de caixa e valor dos ativos da empresa flutuarem significativamente. Tais empresas, portanto, precisam ter uma estrutura de dívida/patrimônio sólida o suficiente para suportar tais flutuações, especialmente flutuações descendentes. Por outro lado, é fácil para uma empresa com o risco de pequenas empresas para apresentar uma perspectiva futura para seus ganhos e finanças, e seus ganhos e ativos não serão suscetíveis a flutuações significativas. Portanto, a estrutura de dívida-capital necessária para tal empresa não precisa ser tão boa quanto as de uma empresa com grande risco de negócios. Como tal, o necessário os níveis de indicadores financeiros para um determinado nível de classificação variam de acordo com o tamanho do risco do negócio. Os riscos comerciais e financeiros estão intimamente relacionados na análise de risco de inadimplência.

2.2 Avaliação para *Ratings* de Emissão de Longo Prazo

Ao atribuir um *rating* a uma obrigação individual de longo prazo, a [Bells & Bayes](#) avalia o risco de recuperação da obrigação e outros fatores com base no Rating de Emissor e incorpora tais fatores no rating, se necessário. Portanto, obrigações individuais emitidas pelo mesmo emissor podem ter *ratings* diferentes do Classificação do Emissor. Geralmente, quando ocorre uma inadimplência de pagamento em uma obrigação de um emissor, as outras obrigações financeiras do mesmo emissor também estarão inadimplentes. Em alguns casos, no entanto, apenas alguns das obrigações estarão sujeitas a reestruturação. Em casos nos quais uma

Tabela 1: Integração entre risco do negócio e risco financeiro da entidade.

Perfil de risco do negócio	Risco financeiro da entidade emissora						
	Mínimo	Modesto	Intermediário	Significativo	Agressivo	Altamente alavancado	
Excelente	AAA (br) / AA (br) 1	AA (br) 2	A (br) 1 / A (br) 2	A (br) 3	BBB (br) 2	BBB (br) 3 / BB (br) 2	
Forte	AA (br) 2 / AA (br) 3	A (br) 1 / A (br) 2	A (br) 3 / BBB (br) 1	BBB (br) 2	BB (br) 1	BBB (br) 3 / BB (br) 1	
Satisfatório	A (br) 1 → A (br) 3	BBB (br) 1	BBB (br) 2 / BBB (br) 3	BBB (br) 3 → BB (br) 1	BB (br) 2	B (br) 1	
Equilibrado	BBB (br) 1 / BBB (br) 3	BBB (br) 3	BB (br) 1	BB (br) 2	BB (br) 3	BBB (br) 3 / BB (br) 1	
Fraco	BB (br) 1	BB (br) 1	BB (br) 2	BB (br) 3	B (br) 1	B (br) 2 / B (br) 3	
Vulnerável	BB (br) 3	BB (br) 3	BB (br) 3 / B (br) 1	B (br) 1	B (br) 2	B (br) 3	

instituição financeira toma medidas para a reabilitação de uma empresa que caiu em dificuldades financeiras, possivelmente incluindo uma participação redução ou moratória de pagamento e perdão da dívida, parte das obrigações do emissor não será cumprida como prometido. Como tal, a probabilidade de inadimplência em certas obrigações pode diferir de obrigações.

A [Bells & Bayes](#) refletirá isso em seu *rating* na medida do necessário. A avaliação do risco de recuperação examina a probabilidade de recuperação após a inadimplência (probabilidade de perdas no evento de inadimplência). Especificamente, os detalhes dos ativos são levados em consideração para entender a condição dos recursos que cobrem as obrigações em questão após o não cumprimento, e é dada atenção à posição dos credores na recuperação de dívidas. O grau de recuperação da dívida quirografária é avaliado com foco na presença de cláusulas de subordinação e o valor das dívidas garantidas e outras obrigações que receberão prioridade na cobrança da dívida em questão, bem como os detalhes dos acordos, incluindo qualquer mudança de *status* de cláusulas de segurança e o alcance de uma cláusula de penhor.

No caso de dívida garantida, adequação dos ativos garantidores em comparação com as dívidas em questão, a liquidez dos ativos de garantia, o grau segundo o qual a alienação da garantia estará sujeito a restrições legais e o período de tempo até que a cobrança da dívida seja concluída são importantes no julgamento.

2.3 Avaliação para Ratings de Curto Prazo

Embora um *Rating* de Curto Prazo seja diferente de um *Rating* de Emissor, os dois referem-se à avaliação da certeza de cumprir as obrigações de pagamento. Ratings de Curto Prazo não podem ser dissociados de uma avaliação de médio a longo prazos e geralmente são avaliadas com base no Rating de Emissor. A [Bells & Bayes](#) pode atribuir diferentes Ratings de Curto Prazo a emissores com o mesmo Rating de Emissor, pois avalia: as características da gestão de caixa no período, a composição e o grau de liquidez disponível, a capacidade de captação de recursos de curto prazos e outros fatores após considerar o nível do *Rating* de Emissor e a Perspectiva de rating atribuído.

3 Abordagem analítica para atribuição do *rating*

3.1 Estrutura para avaliação do rating do emissor

O risco empresarial refere-se à incerteza na projeção dos fluxos de caixa gerados pelas operações da empresa e valor dos ativos, geralmente tomando por base dados históricos constatados. Por exemplo, a dificuldade de capturar oportunidades de obtenção de lucros muda devido a fatores como o mercado no qual o emissor desenvolve as suas atividades comerciais estar crescendo ou diminuindo, ou se o número de concorrentes é considerado alto ou baixo. Esteja um produto em fase de crescimento ou fase madura do seu ciclo de vida também afeta o nível de dificuldade na avaliação das perspectivas de fluxo de caixa. Na análise de risco do negócio, [Bells & Bayes](#) avalia se a empresa possui um certo nível de competitividade e sua posição de mercado, se possui geração estável de fluxo de caixa. Por outro lado, na análise de risco financeiro, a [Bells & Bayes](#) analisa e avalia: se a capacidade de geração de fluxo de caixa é suficiente para permitir a amortização da dívida, capacidade de investimento para gerar e aumentar fluxos de caixa estáveis, capacidade para adquirir fundos externos e suficiência de liquidez, adequação de um *buffer* para riscos associados aos seus ativos ou negócios, entre outros fatores.

O risco de negócio é composto pelo risco da indústria e pelo risco individual da empresa. Primeiro, os riscos típicos associados ao setor ao qual o emissor pertence são avaliados como riscos do setor/indústria. Mesmo que pertençam ao mesmo setor, os riscos comerciais de cada empresa diferem dependendo da sua competitividade na indústria, entre outros, e refletem-se principalmente como fatores qualitativos na avaliação do risco individual da empresa. Os indicadores enfatizados na análise de risco financeiro são determinados de acordo com características do negócio do emissor. A [Bells & Bayes](#) define valores de referência financeira para cada categoria de rating, relativamente a múltiplos incluindo: capacidade de ganho, escala e capacidade de investimento, prazo de pagamento da dívida, perfil financeiro, resiliência a riscos e liquidez. Os valores de referência financeira são níveis quantitativos exigidos para cada categoria de rating. A [Bells & Bayes](#) analisa a tendência dos indicadores financeiros de empresas individuais, sujeitas à análise em comparação

com valores de referência (*benchmark*) financeira.

Mesmo que o risco da indústria seja elevado, ainda é possível mitigar o impacto do risco da indústria se o emitente for competitivo ou tem uma base financeira robusta. Nem sempre é necessário que o emitente cumpra todos os valores de referência identificados como *benchmark*. Além disso, a importância (peso) dos indicadores individuais difere de indústria para indústria. Após avaliação, a [Bells & Bayes](#) reflete a forma como o emissor satisfaz os itens de avaliação de risco financeiro, que é medido principalmente via avaliação quantitativa do risco individual da empresa. [Bells & Bayes](#) determina um Rating de Emissor avaliando de forma abrangente os riscos financeiros e do negócio.

3.1.1 Ciclo econômico e risco do negócio

As classificações da [Bells & Bayes](#) refletem a sua opinião relativamente às perspectivas ao longo de três a cinco anos à frente. Por esta razão, a [Bells & Bayes](#) incorpora flutuações econômicas previsíveis nas suas classificações, tomando como base perspectivas de macro ambiente econômico e indústrias individuais. Estas premissas também refletem-se na avaliação de risco do negócio.

3.1.2 Ciclo econômico e valores financeiros de referência

Os valores de referência financeira definidos para cada categoria de rating são estabelecidos levando em conta flutuações de fatores econômicos, até certo ponto. A [Bells & Bayes](#) avalia a capacidade da empresa de exceder esses valores de referência, ao longo de um determinado período de flutuações econômicas. Mesmo que os indicadores financeiros estejam abaixo, ou acima, dos valores de referência em alguns momentos, é provável que a [Bells & Bayes](#) mantenha a sua classificação inalterada, desde que tais desvios sejam julgados de caráter transitório (i.e. de curto prazo) e espera-se que os indicadores financeiros atinjam os valores de referência em futuro próximo. Como resultado, a taxa real de não cumprimento por rating tende a diminuir durante uma recuperação econômica e aumentar numa desaceleração econômica. Os desvios dos valores de referência financeiros poderão levar a alterações do rating se a [Bells & Bayes](#) considerar que a situação é causada por mudanças estruturais no ambiente de negócios e possa estar ocorrendo além do escopo que foi levado em consideração na atribuição do rating. Ao analisar empresas individuais, a [Bells & Bayes](#) elabora um cenário de crédito com base em uma certa consciência do ambiente de negócios.

3.2 Análise do risco do negócio (essencialmente qualitativa)

3.2.1 Avaliação do Risco da indústria

O risco da indústria, em princípio, refere-se ao risco inerente à indústria à qual o emissor pertence. É parte componente do risco do negócio e indica fatores estruturais que podem afetar os resultados e as bases financeiras da entidade emissora.

1. **Mercados sujeitos à avaliação de risco da indústria:** Ao avaliar o risco do setor/indústria, a [Bells & Bayes](#) começa identificando o mercado que forma a principal base do setor ao qual o emissor em questão pertence. Certas indústrias não são delineadas como domésticas e acabam por competir nos mercados externos em nível global, enquanto outras indústrias dependem da demanda no mercado doméstico, estando largamente a esse limitadas. Para o primeiro caso, a [Bells & Bayes](#) verifica o mercado em questão para avaliações de risco da indústria como global, enquanto o principal mercado para este último é considerado doméstico.
2. **Fatores que definem o risco industrial e sua avaliação:** O risco da indústria é, em princípio, avaliado a partir dos seguintes aspectos:
 - (a) Tamanho, potencial de crescimento e volatilidade do mercado: O tamanho, o potencial de crescimento e a variabilidade do mercado são avaliados. O tamanho do mercado indica o tamanho do ramo em que a empresa desenvolve atividades comerciais e é captado por meio de vendas, distribuição total valor ou tamanho dos ativos. Mesmo quando a localização das operações de empresas individuais é limitada, como no caso das empresas ferroviárias e bancos regionais, o mercado para toda a indústria está sujeito a avaliação. As oportunidades de aquisição de lucros adicionais aumentam

se o mercado estiver crescendo e o risco de variação de lucros aumenta se a volatilidade do mercado for elevada à medida que o tamanho do mercado diminui e expande repetidamente, por exemplo.

- (b) **Estrutura da indústria** (ambiente de competição): O ambiente competitivo entre pares é avaliado com base no quadro típico de todo o setor. Ao fazer isso, a **Bells & Bayes** identifica fatores competitivos que são importantes para cada setor, como o nível de barreiras à entrada, o número de participantes, a intensidade da concorrência de preços e o grau de diferenças em termos de capacidades de *marketing* e vendas.
 - (c) **Continuidade e estabilidade do cliente**: A **Bells & Bayes** avalia o risco de a empresa perder clientes no futuro, à medida que o cliente passar para os concorrentes. Os principais pontos de verificação são: 1) se é realmente possível para um cliente mudar para concorrentes, ou para produtos e serviços da empresa sejam substituídos por outros produtos da empresa; 2) a existência de vantagem comparativa por conveniência e 3) custos tangíveis e intangíveis associados à mudança de fornecedor. Consideração é dada a fatores como a facilidade em mudar de fornecedor depois de levar em conta o custo econômico, ou mesmo se a lealdade pode ser mantida por meio de incentivos tangíveis e intangíveis, incluindo táticas de competição e força da marca.
 - (d) **Ciclo de investimento de capital**: A **Bells & Bayes** avalia tanto a ‘frequência do investimento de capital’ como a ‘certeza da recuperação do investimento’. O investimento de capital inclui novos investimentos, substituição de equipamentos devido à inovação tecnológica e atualização de instalações e investimento adicional em instalações existentes para manter e fortalecer a competitividade. Quando a frequência do investimento é elevada, o risco de recuperação do investimento na indústria será considerado elevado. O período para recuperação do capital investido é entendido em termos do período de tempo segundo o qual o próximo investimento se torna efetivamente necessário, e não a vida útil do ponto de vista formal/legal. Em termos de certeza de recuperação do investimento, a avaliação é positiva quando a frequência do investimento é baixa e a certeza da recuperação é alta, mesmo que seja necessário tempo para o investimento a recuperar. Os investimentos não se restringem a instalações, incluem investimentos em estoques e Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). A indústria de processos exige manutenção e se baseia na premissa de longo prazo de recuperação, e pode ser avaliada de forma relativamente positiva, se os seus fluxos de caixa forem estáveis. Avaliação para indústrias que têm um ciclo de vida curto do produto e exigem grandes quantidades de investimentos frequentes tende a ser negativa, em decorrência da incerteza substancial para recuperação do investimento.
 - (e) **Proteção, regulamentos e aspectos públicos**: Quando existem barreiras à entrada ou mecanismos que permitem às empresas garantir um determinado montante de lucros, resultados de regulamentações ou outras razões, ou quando proteções para empresas em dificuldades financeiras foram institucionalizadas, a **Bells & Bayes** avalia-os como fatores que mitigam o risco da indústria. A **Bells & Bayes** também avalia positivamente indústrias cujos serviços são de natureza altamente pública, como energia elétrica, gás e ferrovias, e indústrias como instituições financeiras depositárias que se beneficiam de certas proteções ou regulamentos promulgados pelo ponto de vista de garantir um sistema financeiro estável. As regulamentações e proteções também são afetadas pela situação política e econômica corrente em cada período. Portanto pode mitigar, ou aumentar, o risco da indústria. Assim, essas tendências são levadas em conta.
 - (f) **Outros riscos**: Quando existirem riscos diferentes dos mencionados em acima, isso deve ser especialmente levado em consideração para uma indústria específica, a **Bells & Bayes** irá, eventualmente, incorporá-los na sua avaliação de risco da indústria.
3. **Avaliação de riscos da indústria e fatores ESG** (ambientais, sociais e de governança): Dos fatores ESG, os fatores ambientais e sociais podem afetar o risco da indústria por meio, por exemplo, de tendências da demanda, um ambiente competitivo, uma carga de investimento e regulamentações. Um exemplo típico é o regulamentações ambientais sendo introduzidas e fortalecidas em todo o mundo para reduzir o dióxido de carbono (CO_2) e outras emissões de gases de efeito estufa (GEE) que têm um efeito deletério sobre o meio ambiente global. Existe a possibilidade de endurecimento das regulamentações ambientais, as quais podem provocar um declínio na demanda pelos produtos e serviços em questão,

ou mesmo estimular a demanda por substitutos, provocando uma mudança no ambiente competitivo da indústria e um aumento na carga de investimento e influenciar o risco da indústria por meio de mudanças em fatores como ‘crescimento do mercado potencial’, ‘estrutura da indústria’ e ‘ciclo de investimento’. A avaliação de riscos da indústria também pode ser afetada por a avaliação de “proteção, regulamentação e aspectos públicos”se, por exemplo, a introdução ou modificação de regulamentações aumentar a incerteza em torno da indústria. A [Bells & Bayes](#) é signatária de protocolos internacionais que estabelecem a integração de aspectos ESG no rating de crédito, e, portanto: mantém metodologia específica para tal, disponível no website oficial da agência.

4. **Categorias de risco da indústria:** O grau de risco do setor afeta fatores como a capacidade de ganho de uma empresa e a estrutura de capital. Ao operar um negócio numa indústria de alto risco, não valeria a pena correr o risco, a menos que a margem de lucro fosse superior ao de administrar uma empresa em um setor de baixo risco. Também em termos da estrutura de capital, se o risco do setor é alto, uma empresa precisa ter um *buffer* mais confortável para absorver quaisquer perdas imprevistas. Em consequência, em avaliações de rating, quanto maior o risco da indústria, maiores os requisitos de rentabilidade será para garantir o mesmo nível de rating.

3.2.2 Classificação conforme características do negócio

Os tipos de negócios são classificações de setores com base nas características do negócio. Para facilitar comparações entre empresas ou setores, a [Bells & Bayes](#) classifica as indústrias em diferentes tipos, a partir de um ponto de vista comum. Como os indicadores financeiros enfatizados tendem a ser semelhantes dentro do mesmo tipo de negócio, a combinação com o tamanho do risco do setor torna a comparação entre os setores mais simples. Por outro lado, na análise intersetorial onde os tipos de negócios diferem, os indicadores quantitativos enfatizados na análise do risco financeiro também variam. Com base nas suas características, a [Bells & Bayes](#) classifica amplamente os tipos de negócios conforme mostrado adiante. As características desses tipos de negócios são as seguintes:

1. Tipo de negócio de recuperação de investimentos: O setor manufatureiro e outras indústrias que são avaliadas com foco principal na capacidade de recuperar o investimento de capital enquadram-se nesta categoria. [Bells & Bayes](#) examina o Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC) e Retorno Sobre Ativos (ROA), bem como se a empresa está gerando fluxo de caixa suficientemente necessário para investimentos e se os investimentos podem ser recuperados em um determinado período de tempo. É dada importância a fatores como a duração da recuperação de investimentos de capital e a amortização de dívidas (índice dívida líquida/EBITDA), e a estrutura de capital da empresa (índice de Patrimônio Líquido, índice D/E líquido).
2. Tipo de negócio de gerenciamento de ativos: Este é um modelo de negócio que obtém retorno acumulando ativos operacionais com recursos captados externamente. Muitas empresas do setor financeiro enquadram-se nesta categoria. A [Bells & Bayes](#) centra-se na resiliência ao risco, olhando para o montante da reserva de risco, incluindo capital, em relação aos vários riscos que uma empresa enfrenta, à medida que se desenvolve seus negócios. Para avaliar a capacidade de ganho, é fundamental determinar se uma empresa está mantendo um nível apropriado de lucros dos ativos operacionais, após dedução do custo do crédito e lucros ajustados ao risco. Por esta razão, a [Bells & Bayes](#) considera a importância do ROA, com base nessas formas de lucro.
3. Tipo de negócio de utilização de ativos: As empresas de locação imobiliária e lojas de departamentos enquadram-se nesta categoria. Neste tipo de negócio, a [Bells & Bayes](#) contempla principalmente negócios que geram lucros por meio da utilização de imóveis e outros ativos no longo prazo. Além do valor dos lucros e das margens de lucro (ROA), que indicam competitividade e força da marca com base na localização e especificações do imóvel, indicadores de resgate de dívidas capacidades para ver se a empresa consegue pagar dívidas com lucros estáveis, com base em fluxos de caixa também são importantes.
4. Tipo de negócio de rotatividade de ativos: Este é o modelo de negócio onde um determinado nível de rendimento é assegurado por meio da conversão de ativos circulantes, tais como estoque ou contas a receber. As empresas que se enquadram nesta categoria incluem varejistas, atacadistas e incorporadoras

imobiliárias. A importância é dada se a empresa está agregando valor aos produtos adquiridos, etc. e vendendo-os dentro de um determinado período de tempo e se uma margem de lucro adequada é mantida durante esse processo. A [Bells & Bayes](#) também concentra-se em indicadores de rentabilidade utilizados para avaliar os níveis de margem, incluindo a margem de lucro operacional, margem EBITDA e lucros. Além disso, fatores de confirmação como o período de giro de (estoque) ativos é importante.

5. Tipo de negócio híbrido: O tipo de negócio híbrido combina características de alguns outros tipos de negócios, como recuperação de investimentos, tipos de negócios de gerenciamento de ativos e giro de ativos. Dois exemplos típicos de negócios deste tipo são empresas comerciais em geral, que estão envolvidas em negócios que vão desde o comércio de fibras/têxteis e alimentos até investimentos em recursos naturais, além de empresas imobiliárias em geral que atuam tanto em locação negócios (tipo de negócio de utilização de ativos) e negócios de desenvolvimento imobiliário (tipo de negócios de giro de ativos). As empresas que estão envolvidas em operações com diversos tipos de negócios se enquadram nesta categoria. Ao avaliar essas empresas, é importante analisar múltiplos fatores que são enfatizados em cada tipo de Negócio. A [Bells & Bayes](#) também examina de perto a estrutura de gestão de risco, para avaliar se a empresa está obtendo sucesso no equilíbrio/sinergia de diferentes negócios.
6. Tipo de negócio intensivo em mão de obra: Os setores de serviços, como logística e construção civil, enquadram-se nesta categoria. Também incluído neste tipo de negócio são empresas fortemente sobrecarregadas com despesas de pessoal, como desenvolvimento de *software*. As margens de lucro e os índices de despesas são indicadores importantes para identificar se o negócio tem uma estrutura de ganhos e despesas que permite lucros constantes durante cada período. Diferenças em termos de capacidade de *marketing* e de capacidade de controle de custos também são cruciais, e a relação do ponto de equilíbrio é levada em consideração. O tamanho dos lucros e o índice de patrimônio líquido são medidas importantes, respectivamente, do valor dos lucros e da resiliência financeira quando os lucros pioram significativamente sob estresse.

3.2.3 Risco individual da firma

1. **Perspectiva para avaliar o risco individual da empresa**: Em contraste com o risco da indústria, o qual destaca os riscos padrão da indústria da qual as empresas em questão fazem parte, o risco individual da empresa é o risco exclusivo de cada empresa. Mesmo que o risco da indústria seja elevado, o grau de o risco da indústria pode ser mitigado e o risco do negócio diminuído, desde que uma empresa individual tenha lucros fortes e seja capaz de controlar a incerteza por meio do exercício de controles de risco apropriados. Embora a avaliação do risco individual da empresa pela [Bells & Bayes](#) se concentre principalmente em fatores qualitativos, o nível de flutuações passadas nos lucros e no valor dos ativos operacionais também pode ser usado para verificar o grau de risco do negócio. Embora os fatores considerados variem de acordo com o tipo de negócio da indústria em que uma empresa opera e o modelo de negócios de cada empresa, a [Bells & Bayes](#) avalia principalmente os seguintes fatores.
2. **Principais fatores para avaliação do risco individual da empresa**:
 - (a) Tamanho e características do mercado: Uma análise do tamanho e das características do mercado em que uma empresa individual conduz seus principais negócios é um parâmetro-chave para avaliar a base de lucros. O mercado no qual uma empresa individual conduz suas atividades não corresponde necessariamente a todo o mercado da indústria à qual a empresa pertence. Em indústrias que se desenvolvem regionalmente, como ferrovias, varejo e algumas instituições financeiras, o número de oportunidades de ganhos e o tamanho dos ganhos são restringidos pelo tamanho e diversificação da economia na área de mercado e a demografia da área. Também no setor manufatureiro, os itens necessários para produtos e estratégias de vendas diferem significativamente entre os mercados dos países industrializados que são mercados maduros e emergentes com forte potencial de crescimento. Quando os mercados-alvo de uma empresa estão concentrados numa região específica, por exemplo, o risco de concentração torna-se um fator limitante da solvência. Se os clientes estiverem concentrados em uma empresa pequena e específica, o mercado pode tornar-se instável, uma possibilidade que torna necessário considerar o risco do mercado desaparecer.
 - (b) Posição no mercado: A [Bells & Bayes](#) utiliza este fator para avaliar até que ponto uma empresa

conseguiu capitalizar os efeitos latentes de valor no seu mercado, observando principalmente a sua participação no mercado em questão. Ser capaz, de forma estável, manter uma grande participação nos principais mercados sugere que a empresa tem forte competitividade e é capaz de identificar, e explorar, oportunidades de ganhos.

- (c) Composição e características do portfólio de negócios: A [Bells & Bayes](#) analisa os principais negócios geridos por empresas individuais, bem como os seus mercados-alvo, para avaliar a sua composição e o grau em que são diversificados ou concentrados. Esses fatores têm um peso significativo na volatilidade dos lucros. Se uma empresa estiver envolvida em vários negócios com características diferentes, isto pode limitar as oscilações nos lucros e ajudar a reduzir o risco empresarial. Ter posições fortes em vários mercados que apresentem características diferentes, como nações industrializadas e países emergentes, pode ser avaliado positivamente em decorrência do efeito de diversificação. Operar um grande número de empresas não resultará, por si só, numa avaliação fortemente positiva. Ter uma forte vantagem competitiva em cada negócio é importante. Quando uma empresa tem muitos negócios, sua gestão pode ser difícil e os recursos do negócio podem ser dispersos, possivelmente ocasionando que ganhos de cada negócio se deteriore. Se uma empresa estiver realizando operações não lucrativas como resultado, isso pode até produzir uma avaliação negativa. Além disso, mesmo que opere em múltiplos negócios, uma empresa pode não mitigar o risco do seu negócio se as suas operações forem caracterizadas por um elevado grau de sincronização e tenderem a mover-se na mesma direção. A necessidade de considerar o risco de concentração surge quando as atividades de uma empresa estão centradas em um determinado negócio ou mercado. Em alguns casos, porém, como quando os recursos empresariais são limitados, a concentração em negócios que aproveitam os pontos fortes de uma empresa podem ter um efeito positivo. A [Bells & Bayes](#) por vezes fará uma avaliação comparativa altamente positiva quando os negócios que uma empresa administra são fortes e estáveis, e os mercados demonstrarem excelente qualidade.
- (d) Base de clientes: A base de clientes apoia a continuidade e estabilidade das oportunidades de ganhos. A [Bells & Bayes](#) analisa a base de clientes, observando fatores como o grau de diversificação de clientes, a profundidade da segmentação de clientes e a extensão das transações comerciais. Uma empresa é avaliada positivamente se tiver fortes relacionamentos com bons clientes e garantir transações estáveis no longo prazo. De maneira alternativa, mesmo que a empresa dependa de clientes específicos e tenha negócios de longa duração com esses clientes, a avaliação será baixa acaso esses clientes estejam principalmente em desvantagem competitiva.
- (e) Competitividade de produtos e serviços: A competitividade de produtos e serviços é um fator importante por fortalecer o controle sobre os preços e apoiar uma rentabilidade superior. No caso da indústria de transformação, a competitividade do produto é fator fundamental para a geração de fluxo de caixa e é composta principalmente pelas funções e qualidade do produto, preço competitivo e força da marca. Outra consideração importante é a composição de todo o portfólio de produtos. Dependendo dos mercados-alvo, os fatores exigidos variarão se uma empresa possui produtos que sejam altamente competitivos em mercados de diferentes tamanhos e potenciais de crescimento, como países industrializados e países emergentes. Isto contribui para o nível e para a estabilidade do fluxo de caixa. Nos setores não manufatureiros e indústria financeira, o valor acrescentado dos serviços prestados e a capacidade de fornecer soluções assumem importância superior.
- (f) Habilidades técnicas e capacidades de P&D: Alcançar um desempenho operacional menos suscetível às flutuações do mercado por meio da criação de uma linha de produtos diferenciada por capacidades técnicas e potência do produto é um meio eficaz para melhorar estabilidade de lucros. A [Bells & Bayes](#) analisa a vantagem tecnológica que uma empresa possui e considera a organização de P&D e políticas para manter esta vantagem. Para indústrias com uma pesada carga de investimento de capital em países tecnologicamente mais avançados, a capacidade de responder às inovações técnicas torna-se especialmente importante. Dependendo do setor/indústria, a capacidade de abordar regulamentações ambientais globais reforçadas é um fator crítico. Também na indústria não-manufatureira e financeira, ter uma forte capacidade para desenvolver elevados níveis de

valorizar serviços e produtos, ou criar sistemas proprietários que sejam aceitos pelos clientes tornam-se fontes de competitividade.

- (g) Capacidade de produção e sistema de produção: Quando são necessárias instalações de produção em grande escala, a carga de custos fixos aumenta e as vantagens de escala entra poderosamente em jogo. A diversificação dos locais de produção que possam responder às mudanças na demanda e nas taxas de câmbio, e a criação de uma organização para o abastecimento local, bem como a competitividade das plantas de produção e outros locais de fabricação são importantes. Estabelecer um sistema de produção que possa reagir com rapidez e flexibilidade às mudanças no ambiente operacional é eficaz para estabilizar os lucros e a capacidades de geração de fluxo de caixa.
- (h) Força de *marketing*, capacidade/organização de vendas e sistemas de serviços (manutenção): Os fatores que apoiam o relacionamento com os clientes incluem força de *marketing*, organização de vendas e sistemas de serviço (manutenção). Ao avaliar a força do marketing, a [Bells & Bayes](#) compara os custos de uma empresa para manter e melhorar a competitividade, examinando: a relação entre as despesas e crescimento das vendas, a relação entre o custo de aquisição de clientes e o período médio de recuperação, entre outros. Criar uma organização de vendas detalhada e um sistema de serviço (manutenção) que corresponda às características da demanda no mercado-alvo é vital para garantir a competitividade. Se uma empresa puder construir uma rede de vendas e serviços que outras empresas não podem rivalizar, isso cria uma relevante barreira à entrada. Se puder construir uma sólida rede de vendas e serviços em mercados definidos por características distintas, isso contribui para a estabilidade da sua base de rendimentos. Por exemplo, para setores que estão desenvolvendo redes de lojas, como o varejo, a competitividade das lojas e a colocação na loja assumem uma importância acrescida.
- (i) Estabilidade e adequação da base de compras: A aquisição estável de matérias-primas, combustíveis, produtos e outros insumos necessários para os negócios é fundamental para conduzir operações constantes. No caso da indústria de transformação, a [Bells & Bayes](#) avalia principalmente a estabilidade aquisição de matérias-primas necessárias à fabricação dos produtos, bem como negociação de preços capacidades. Para indústrias como os setores de atacado e de varejo, a [Bells & Bayes](#) analisa um relacionamento da empresa com os fornecedores, essenciais para a estocagem estável dos produtos movimentados. Já para o setor financeiro, onde os fundos são o principal insumo para as operações de vendas, a [Bells & Bayes](#) avalia a capacidade de financiamento para examinar a adequação e estabilidade da base de aquisição de fundos.
- (j) Flexibilidade da estrutura de custos: É feita uma avaliação para saber se os custos fixos podem ser controlados pela administração e até que ponto foi proporcionada flexibilidade na estrutura de custos para atender às mudanças no ambiente de negócios. Para indústrias com grandes flutuações nas vendas em particular, é necessário verificar se a volatilidade dos lucros pode ser controlada por preparar uma estrutura flexível de custos. A [Bells & Bayes](#) considera a amplitude da volatilidade dos lucros que pode ocorrer durante um determinado ciclo econômico, levando em consideração as características da indústria, e refletindo isso na avaliação. A avaliação da [Bells & Bayes](#) também abrange fatores como políticas relativas a investimentos que afetarão a carga futura de custos fixos, bem como controles de custos fixos e a porcentagem de custos que foram convertidos em variáveis custos.
- (k) Perfil de risco/apetite pelo risco e estrutura de gestão de risco: O perfil de risco/apetite pelo risco e a estrutura de gestão de risco são fatores especialmente importantes para as indústrias como o setor financeiro, na qual a premissa fundamental é assumir riscos para obter retorno, e em geral empresas comerciais, que realizam investimentos contínuos. Na indústria financeira, o perfil de risco destaca até que ponto uma empresa assumiu os principais riscos, incluindo risco de crédito, risco de mercado e risco de liquidez e determinará alterações futuras no risco financeiro. A avaliação do apetite ao risco também é indispensável. O ponto chave é examinar se é apropriado e suficiente o controle e a gestão. E ainda se gestão de risco e controles internos estão funcionando adequadamente em resposta à expansão das linhas de negócios e área de mercado. Quando uma empresa não consegue melhorar suficientemente a sua gestão e seus controles à medida que

desenvolve agressivamente o seu negócio, expande a sua organização e aumenta o seu apetite pelo risco, isto pode ocasionar impacto negativo na qualidade de crédito. Para uma corporação de negócios em geral, o gerenciamento adequado dos pedidos recebidos e do investimento é essencial. Muitas empresas intensificaram suas atividades de investimento para desenvolver seus negócios no exterior e abrir novas áreas de negócios, à medida que o potencial de crescimento dos mercados dos países industrializados diminuiu e as mudanças estruturais na economia global progrediram. Estabelecer uma organização de gestão empresarial adequada ao apetite de risco e ao modelo de negócios de uma empresa revela-se aspecto importante.

- (l) **Fatores de governança:** A governança corporativa influencia a conscientização sobre questões de gestão e a concomitante formulação e execução de estratégias de gestão, tornando-se um fator que pode mitigar ou agravar o risco do negócio. A [Bells & Bayes](#) avalia os aspectos estruturais e operacionais da governança corporativa dos três pontos de vista de ‘organização de governança’, incluindo a estrutura de propriedade e controle de uma empresa e seu Conselho de Administração. Diretores, ‘administração e execução’, incluindo capacidades executivas dos gerentes e a gestão estrutura de controle e ‘controles internos’, incluindo a adequação dos controles internos e *compliance*. Além disso, é necessária uma compreensão do clima e da cultura corporativa que são pré-requisitos para esses fatores.
- (m) **Fatores ambientais e sociais:** As empresas estão sendo solicitadas a fazer mais do que nunca, para contribuir na mitigação da carga ambiental e climática e levar em consideração fatores como segurança, saúde e ambiente de trabalho, com o objetivo de ‘alcançar uma sociedade sustentável’. Também há esforços para fortalecer as regulamentações relacionadas. Enquanto alguns fatores ambientais e sociais afetam o risco da indústria, o risco individual da empresa pode ser alterado por meio de vários caminhos. Por exemplo, o reforço das regulamentações ambientais ou as alterações nas normas de qualidade e segurança podem levar à retração do mercado visado pela indústria principal de uma empresa ou, inversamente, impulsionar o crescimento do mercado por meio do oferecimento de novas oportunidades de ganhos. Existe a possibilidade de que a capacidade de responder a medidas reforçadas e regulamentações ambientais agirão por meio das ‘habilidades técnicas e capacidades de P&D’ de uma empresa para causar uma mudança na ‘competitividade de produtos e serviços’, com o efeito disso disseminando-se para fatores como o desempenho da empresa em termos de ‘posição no mercado’, ‘base de clientes’ e ‘sistema de produção’. A [Bells & Bayes](#) incorpora na sua avaliação fatores ambientais e sociais que sejam julgados materiais.

3.3 Análise do risco financeiro (essencialmente quantitativa)

A [Bells & Bayes](#) avalia o nível de resiliência financeira de uma empresa face ao risco empresarial, bem como sua capacidade de investimento estratégico. Além de estudar diversos indicadores financeiros obtidos pela análise das demonstrações financeiras, em sua análise do risco financeiro a [Bells & Bayes](#) também avalia qualitativamente fatores como a política de gestão financeira da entidade emissora, base de aquisição de fundos e política relativa ao controle do risco de liquidez. Quando necessário, a [Bells & Bayes](#) analisa demonstrações financeiras depois de realizar ajustes para que correspondam a circunstâncias reais.

3.3.1 Fatores e perspectivas para avaliação do risco financeiro

A [Bells & Bayes](#) centra-se principalmente na capacidade de ganho, escala e capacidade de investimento, período de amortização da dívida e perfil financeiro, entre outros fatores. Para uma empresa com negócios de tipos de negócios substancialmente diferentes, como o negócio de manufatura e vendas, a [Bells & Bayes](#) em alguns casos avalia as demonstrações financeiras classificando-as de acordo com o tipo de negócio. Os principais fatores de avaliação de [Bells & Bayes](#) são descritos a seguir.

1. **Capacidade de lucro:** Avaliações da solidez e estabilidade da capacidade de ganho constituem a base das previsões de fluxo de caixa. Em alguns casos, especialmente para empresas classificadas no *tipo de negócio de recuperação de investimentos*, o EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) é usado para avaliar a capacidade de investimento após ajuste para taxa de juros, despesas não monetárias e taxa de tributação. Além da margem de lucro operacional e da margem

EBITDA, que analisam se uma empresa tem conseguido assegurar lucros correspondentes ao nível das suas vendas, a [Bells & Bayes](#) também concentra-se em medidas como o ROA que mostram o retorno percentual sobre o capital investido e ativos administrados.

2. Escala e capacidade de investimento: Para manter e melhorar a competitividade, uma empresa deve fazer investimentos de capital e P&D necessário para responder às necessidades cada vez mais sofisticadas de clientes. É necessário ter determinado nível de capacidade de investimento, independentemente do ambiente de mercado. Se o EBITDA for grande a cada semestre, a empresa poderá buscar acordos de investimento maiores. Se o seu patrimônio for grande o suficiente, a empresa seria capaz de absorver riscos maiores, como a deterioração dos lucros causada por queda da demanda em uma eventual recessão ou prejuízo em ativos operacionais, apoiando operações significativas. Além disso, o capital próprio e o EBITDA podem ser utilizados como indicadores na avaliação da capacidade da empresa de investimentos estratégicos, como fusões e aquisições (M&As). Para empresas focadas em P&D, a quantidade de investimento em P&D também é um fator importante.
3. Período de amortização da dívida: O período de amortização da dívida, que especifica o tempo necessário para pagar a dívida a partir do fluxo de caixa, é essencial como um indicador que destaca diretamente a capacidade de reembolso/amortização da dívida. A [Bells & Bayes](#) avalia se uma empresa pode resgatar a sua dívida em um prazo razoável, levando em conta as características do negócio.
4. Perfil financeiro: O perfil financeiro é normalmente avaliado examinando indicadores da estrutura de capital, incluindo a relação dívida bruta ou líquida e capital próprio, o índice de capital próprio e até que ponto uma empresa depende da dívida. A adequação de o capital próprio é importante como amortecedor de risco em tempos de deterioração dos lucros ou de ativos depreciados. Para empresas com alto risco da indústria, essa adequação é especialmente importante, e a dívida líquida negativa (ou seja, caixa líquido) é frequentemente necessários para manter uma solvência forte. Além disso, uma empresa precisa ter capacidade em seus estrutura de capital para facilitar a aquisição tranquila de fundos para investimento de capital ou capital operacional de instituições financeiras, mesmo durante desacelerações econômicas. Para indústrias cujos ativos enfrentam um alto nível de risco de flutuação de preço, ou em situações nas quais uma empresa realiza investimentos empresariais contínuos, a [Bells & Bayes](#) às vezes enfatiza o equilíbrio entre ativos de risco e capital próprio.
5. Liquidez e solvência: O risco de liquidez é um parâmetro que pode tornar-se um gatilho importante para a inadimplência, sendo particularmente crítico para as empresas categorizados no *tipo de negócio de gestão de ativos*, como aqueles do setor financeiro, onde um vasto montante de fundos é adquirido e os ativos operacionais são acumulados. Ao avaliar o risco de liquidez, a [Bells & Bayes](#) examina a estrutura de ativos e dívidas e a estabilidade da aquisição de fundos, e analisa o nível de *buffer* de liquidez sob condições de estresse e o acesso a fontes alternativas de liquidez. As instituições não-bancárias frequentemente não possuem um mecanismo estável de aquisição de fundos sob a forma de depósitos e enfrentam um risco de liquidez considerável, tornando vital a realização de pesquisas aprofundadas sobre a sua relação com as instituições financeiras. instituições, capacidade futura de aquisição de fundos e liquidez disponível. Também para outros tipos de negócios, a avaliação do risco de liquidez torna-se particularmente essencial, uma vez que a qualidade de crédito diminui. Além disso, o tipo de negócio de giro de ativos, onde os ativos operacionais são convertido dentro de um determinado período, tende a ser influenciado por mudanças ambientais no curto prazo, em comparação com o tipo de negócio de recuperação de investimento, como na indústria transformadora. Portanto, empresas do *tipo de negócio de giro de ativos* apresentam-se como mais suscetíveis ao risco de liquidez.
6. Política de gestão financeira: A [Bells & Bayes](#) confirmará a política de gestão financeira como parâmetro qualitativo relativo à avaliação da risco financeiro. Manter a disciplina financeira é fundamental para garantir de forma estável um alto grau de solvência. A [Bells & Bayes](#) buscará confirmar fatores como o conhecimento da gestão relativamente aos indicadores financeiros que deve manter como empresa, juntamente com a política da empresa em relação ao retorno de lucros aos acionistas. Especialmente quando uma empresa está implementando decisões de gestão como fusões e aquisições, é indispensável examinar e confirmar como a empresa conseguiria o financiamento, e como manteria o seu financiamento subsequente e estabilidade financeira.

3.3.2 Ajustes das demonstrações financeiras

Ao avaliar o risco financeiro, a [Bells & Bayes](#) terá em consideração o resultado da análise financeira após ajustar os números das demonstrações financeiras, quando necessário, para refletir apropriadamente as realidades econômicas do emissor. Mesmo quando não são feitos ajustes, a [Bells & Bayes](#) pode incorporar esses fatores na sua avaliação a partir de uma perspectiva qualitativa. Para uma análise abrangente da dívida, ajustes financeiros podem ser feitos para transações de arrendamento e titularização, mas o âmbito dos ajustes não se limita a estas transações.

1. Transações de arrendamento: Quando os ativos de locação operacional contabilizados fora do balanço são essenciais para o negócio do locatário e são considerados significativos em relação à dimensão do balanço, a [Bells & Bayes](#) leva em conta o resultado da análise financeira após ajustar os números nas demonstrações financeiras, visualizando esses ativos como adquiridos com dívida. Em alguns casos, é necessário considerar se o montante equivalente aos pagamentos da locação deve ser considerado como uma dívida baseada nas realidades econômicas.
2. Securitização: A [Bells & Bayes](#) considera a securitização como um meio de financiamento e acredita que o seu impacto no rendimento e na qualidade de crédito de um originador é basicamente neutra, embora a securitização provoque algumas alterações nos saldos do originador. Há algumas questões a serem observadas quando a avaliação é feita. Se a qualidade de crédito de um originador se deteriorar, os ativos que o originador pode fornecer como garantia aos credores diminuirão. Outra questão é que quando a titularização deixa de estar disponível para um cedente que titularizou os seus ativos de forma contínua, o originador deve arrecadar fundos por outros meios. Também é necessário considerar a probabilidade de uma cedente adquirir substancialmente os ativos que securitizou. A [Bells & Bayes](#) trata a metodologia de rating de finanças estruturadas em documento específico, disponível no website oficial da agência.

3.3.3 Relação entre risco do negócio e análise do risco financeiro

A [Bells & Bayes](#), determina de forma abrangente, uma classificação combinando a avaliação da adequação dos indicadores financeiros relativos ao *benchmark* levando em conta o risco da indústria e individual da firma. A análise do risco empresarial e do risco financeiro estão intrinsecamente relacionadas, sendo que seus pesos diferem indústria para indústria. Em última análise, uma classificação é um julgamento global dessas análises e não pode ser vista simplesmente como derivada de uma média ponderada.

4 Procedimento de Análise de sentimento

[Bells & Bayes](#) adota, em adição, análise exógena de sentimento, como meio para aquilatar o tom de notícias que sejam relacionadas à entidade avaliada. Para tanto adotamos metodologia própria específica, disponível no website da agência. A título de conhecimento em alto nível: a filtragem inicial direciona-se à captura de expressões relevantes três dimensões de interesse, compreendidas por: (i) desempenho financeiro da empresa, em horizonte temporal de curto prazo, (ii) a (posição estratégica da empresa, a partir de sua análise estrutural e de perspectivas do setor, e (iii) referências voltadas à reputação da firma em torno do indicador ESG (Environmental, Social, and Governance). A seguir, a interpretação do conteúdo colhido amparou-se pelo método NLP (*Natural Language Processing*), no anseio de qualificar positiva ou negativamente as informações apresentadas. A formato de pontuação, por sua vez, pautou-se por metodologia proprietária, comparando-se a frequência dos termos selecionados com a frequência global apresentada por esses termos nos demais artigos. Uma pontuação é inicialmente obtida (conforme '*Metologia de Análise de Sentimento*', disponível no website da agência), qualificada como positiva (+) ou negativa (-), conforme dicionário de termos elaborado e atualizado pela [Bells & Bayes](#), identificando os termos que atribuem valor à entidade em uma das três dimensões observadas. O total líquido de pontos obtidos em cada uma dessas três dimensões é obtido pela subtração do total de pontos positivos pelo total de pontos negativos. Uma vez realizado o procedimento de filtragem, coleta, e pontuação para a entidade avaliada, elabora-se o mesmo processo para entidades (Companhias) ligadas ao seu ecossistema/indústria/setor de atividade. A partir disso, obtém-se a pontuação média oriunda dos desempenhos de cada empresa, em cada uma das três dimensões. Por fim, por meio do

cálculo de variação entre as pontuações de cada entidade, obtém-se o desvio padrão da amostragem. Com base nesse procedimento, torna-se viável colocar em perspectiva as notas obtidas em cada dimensão por cada entidade, classificando, em escala z desvio padrão, os pontos absolutos obtidos pela empresa, conforme o desempenho médio obtido pelas demais empresas do setor.

5 Escala de rating

A Tabela 2 apresenta a escala de rating nacional para crédito corporativo adotada pela [Bells & Bayes](#). A escala de rating de crédito de longo prazo prevê a possibilidade da utilização dos modificadores 1, 2 e 3 entre as categorias AA e B. Esses modificadores servem para identificar uma melhor ou pior posição dentro destas categorias de rating. A [Bells & Bayes](#) adota, ainda, os sufixos (p), para diferenciar classificações atribuídas em caráter preliminar, e (ns) para identificar ratings não solicitados (emitidos em conformidade com Política específica adotada pela [Bells & Bayes](#), a qual permanece publicamente disponível no website oficial da agência).

6 Monitoramento do rating corporativo

A [Bells & Bayes](#) assume que o monitoramento do risco de crédito corporativo baseia-se tradicionalmente em indicadores como as receitas, a dívida e estoques ao nível da empresa. Esses dados são normalmente divulgados periodicamente pela entidade avaliada e incluem, além dos dados financeiros da entidade avaliada, outras informações significativas provenientes de diferentes fontes ou canais, como os dados das empresas parceiras da sua cadeia de abastecimento e outros dados estreitamente relevantes ainda disponíveis nas redes públicas. Toda informação ‘material’, i.e. que detenha potencial de contribuir para revelar as alterações imediatas do rating atribuído é foco de atenção. Para estabelecer procedimentos nesse sentido, adotamos a ‘Política de Monitoramento de Rating’, disponível no website da agência.

7 Procedimento de trabalho e prazos típicos

1. Em que pese atuarmos mediante cuidados de verificação da qualidade das informações e dados utilizados em nossas avaliações, não realizamos *Due Diligence*, porém mantemos Política de PLD/FT, segundo a qual mantemos especial cuidado com princípios daí decorrentes, como: requisitos do *Know Your Customer* (KYC) e no escopo mais amplo da Política de Combate à Lavagem de Dinheiro (ALM) e Financiamento do Terrorismo (PLD/FT) adotada pela [Bells & Bayes](#). O objetivo desse procedimento é reduzir a probabilidade de crimes financeiros, lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo que possam expor as empresas a danos financeiros ou de reputação. Além da adesão ao KYC e AML, nosso procedimento é um componente essencial da integração do cliente, mas também pode ser acionado por revisões periódicas ou alertas de monitoramento contínuo. A [Bells & Bayes](#) mantém uma Política de PLD/FT.
2. O nosso processo de atribuição de rating de crédito para entidades emissoras ocorre tipicamente em 6 (seis) etapas, conforme ilustra a Figura 1. Mediante a coleta de informações, esse processo envolve: **(1)** Fluxo de Caixa e Alavancagem (Atividade 1); Risco país (Atividade 2), Risco indústria (Atividade 3), Posicionamento competitivo (Atividade 4). **(2)** Identificação do perfil do risco financeiro e do negócio. **(3)** identificação do rating de referência (i.e. âncora). **(4)** envolve seis atividades, que dizem respeito a: Diversificação das atividades (Atividade 1), Estrutura de capital (Atividade 2), Política financeira (Atividade 3), Liquidez e solvência (Atividade 4), Governança e gestão (Atividade 5) e Análise em relação aos pares (Atividade 6). **(5)** Definição do perfil idiossincrático de crédito, em comitê, para consequente atribuição do rating.
3. Condicional à complexidade da entidade emissora, e ainda: suficiência, completude, presteza e qualidade das informações às quais a [Bells & Bayes](#) obtenha efetivo acesso, tipicamente o processo de rating consome ao redor de 30 (trinta) dias corridos.

Tabela 2: **Escala de Rating de Crédito Corporativo.**

A escala de rating de crédito de longo prazo prevê a utilização dos modificadores + (mais) e – (menos) entre as categorias AA e B. Esses modificadores servem para identificar uma melhor ou pior posição dentro destas categorias de rating. A *Bells & Bayes* adota, ainda, os sufixos (p), para diferenciar classificações atribuídas em caráter preliminar, e (ns) para identificar ratings não solicitados

Rating atribuído	Interpretação do rating
AAA(br)	A entidade avaliada apresenta solidez financeira intrínseca merecedora de destaque. Com frequência trata-se de grandes empresas dotadas de negócio consolidado e valorizado, excelente situação financeira (atual e histórica). Os contextos micro (a entidade) e meso (a indústria) podem variar sem que comprometa significativamente as condições intrínsecas de seu funcionamento. Nessa faixa de classificação, julga-se que o risco é próximo de ser nulo.
AA(br)1, AA(br)2, AA(br)3	A entidade avaliada apresenta solidez financeira intrínseca excelente. São entidades caracterizadas por um negócio seguro e valorizado, boa situação financeira (atual e histórica). Os contextos micro (a entidade) e meso (a indústria) podem variar sem, porém, afetar as condições de seu funcionamento. O risco é irrisório.
A(br)1, A(br)2, A(br)3	A entidade avaliada apresenta solidez financeira intrínseca boa. São empresas dotadas de negócio seguro e valorizado, boa situação financeira atual e histórica. O ambiente empresarial e setorial podem variar sem, porém, afetar as condições de seu funcionamento. O risco é muito baixo.
BBB(br)1, BBB(br)2, BBB(br)3, BB(br)1	A entidade avaliada apresenta solidez financeira intrínseca adequada. Normalmente são entidades avaliadas com ativos dotados de cobertura. Entidades avaliadas nessa faixa de rating apresentam situação financeira razoável e estável. Os contextos micro (a entidade) e meso (a indústria) podem ter uma variação mais acentuada do que nas categorias anteriores e apresenta algum risco nas condições intrínsecas de seu funcionamento. Nessa faixa de classificação, julga-se que o risco é baixo.
BB(br)2, BB(br)3, B(br)1, B(br)2, B(br)3	A entidade avaliada apresenta solidez financeira intrínseca regular. Apresenta parâmetros de proteção apropriados, contudo sensíveis e vulneráveis às condições econômicas, gerais e setorial que podem afetar as condições intrínsecas de seu funcionamento. O risco é médio.
CCC(br)	A entidade avaliada apresenta solidez financeira intrínseca regular. Apresenta parâmetros de proteção apropriados, possui vulnerabilidade relevante frente às condições econômicas, gerais e setorial que podem afetar as condições intrínsecas de seu funcionamento. O risco é considerável.
CC(br)	A entidade avaliada apresenta baixa solidez financeira, exigindo eventual assistência externa, apresenta uma vulnerabilidade expressiva às condições econômicas, gerais e setorial que podem afetar as condições intrínsecas de seu funcionamento. O risco é alto.
C(br)	A entidade avaliada apresenta baixa solidez financeira, exigindo eventual assistência externa, apresenta uma vulnerabilidade expressiva às condições econômicas, gerais e setorial que podem afetar as condições intrínsecas de seu funcionamento. O risco é muito alto.
D(br)	A entidade avaliada apresenta péssima solidez financeira, exigindo eventual assistência externa. Tais empresas estão limitadas por um ou mais dos seguintes elementos: negócio de questionável valor; condições financeiras deficientes e um ambiente empresarial altamente desfavorável. O risco é extremamente elevado ou já está em <i>default</i> .

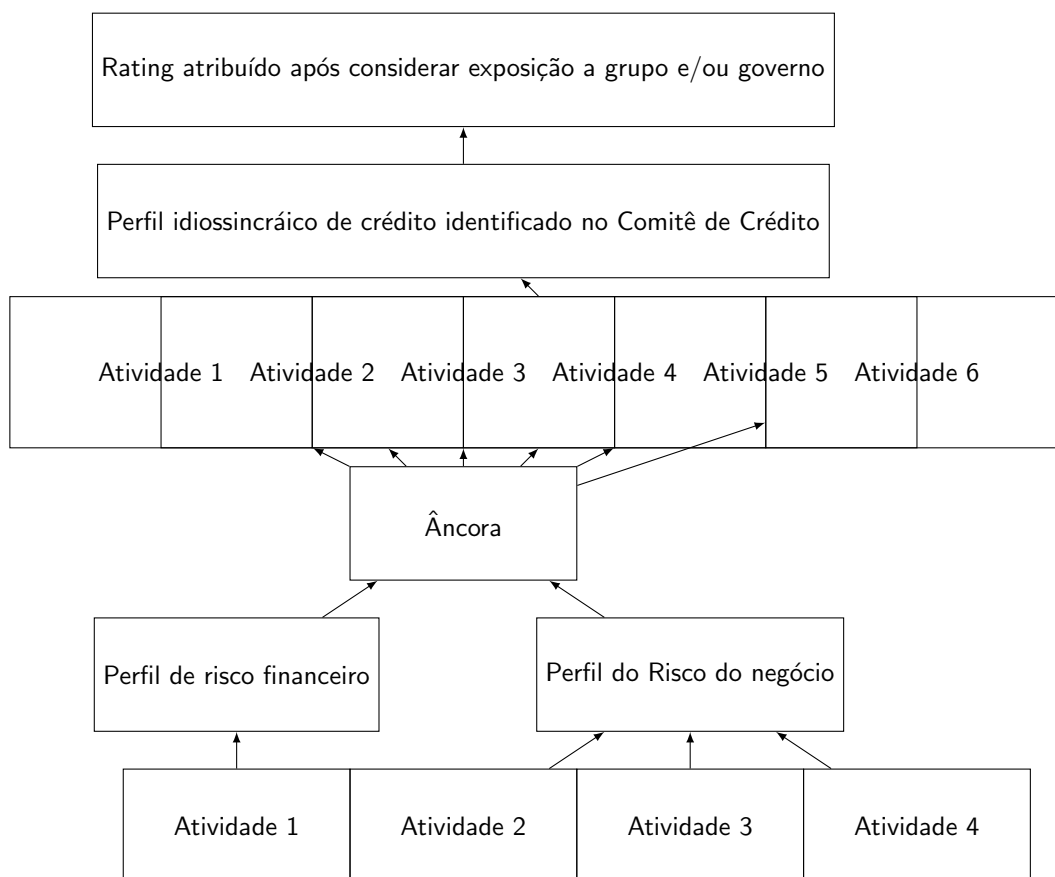


Figura 1: **Resumo do processo de rating corporativo.**

Nota: As atividades 1, 2, 3 e 4 na camada inicial dizem respeito a: Fluxo de Caixa e Alavancagem (Atividade 1); Risco país (Atividade 2), Risco indústria (Atividade 3), Posicionamento competitivo (Atividade 4). Na quarta camada, as 6 atividades dizem respeito a: Diversificação das atividades (Atividade 1), Estrutura de capital (Atividade 2), Política financeira (Atividade 3), Liquidez e solvência (Atividade 4), Governança e gestão (Atividade 5) e Análise em relação aos pares (Atividade 6).

8 Glossário e Acrônimos

ABS: *Asset Backed Securities*

Agências de *rating*: instituições avaliadoras que atribuem notas à qualidade de crédito dos emissores ou de ativos específicos.

BDN: Segundo a OCDE, a [Blue Dot Network \(BDN\)](#) representa uma solução inovadora para ajudar a mobilizar o investimento do setor privado, identificando e incentivando projetos de infraestrutura orientados para o mercado, transparentes e sustentáveis. Ele estabelece um esquema de certificação em nível de projeto voluntário, focado no setor privado e apoiado pelo governo, desenvolvido em alinhamento com os *G20 Principles for Quality Infrastructure Investment*, os *Sustainable Development Goals (SDG)*, os *International Finance Corporation (IFC) Performance Standards*, os Princípios do Equador, o *OECD Guidelines for Multinational Enterprises* e o *OECD Recommendation on the Governance of Infrastructure*. Ao promover, facilitar e agilizar a aplicação de padrões e melhores práticas internacionais, a Blue Dot Network visa criar condições equitativas e construir confiança em torno dos investimentos em infraestrutura de qualidade.

CBI: [Climate Bonds Initiative](#) alega ser uma organização internacional que trabalha para mobilizar capital global para a ação do clima. Promove o investimento em projetos e ativos necessários para uma rápida transição para uma economia de baixo carbono, resiliente ao clima e justa. A CBI aponta ainda que o foco de sua missão é ajudar a reduzir o custo de capital para projetos climáticos de larga e de infraestrutura e apoiar governos que buscam maior investimento no mercado de capitais para atender às metas climáticas e de emissão de gases de efeito estufa (GEE).

CDP: [Carbon Disclosure Project](#) oferece um sistema de divulgação para investidores, empresas e órgãos públicos gerenciarem seus impactos ambientais, especialmente em mudanças climáticas. É o padrão para relatórios ambientais mais utilizado no mundo e possui um amplo banco de dados.

CFA: [Chartered Financial Analyst](#) afirma ser a maior associação de profissionais de finanças e investimentos. Uma organização internacional sem fins lucrativos, com mais de 150 *CFA Societies* no mundo e mais de 175 mil membros atuantes em mais de 30 mil empresas. Nosso objetivo é promover a ética, educação e excelência profissional no mercado financeiro, e entre nossos membros.

CVM: A [Comissão de Valores Mobiliários \(CVM\)](#) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia do Brasil, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, alterada pela Lei nº 6.422, de 8 de junho de 1977, Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001, Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, na gestão do presidente Fernando Henrique Cardoso, e juntamente com a Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) disciplinaram o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas. A CVM tem poderes para disciplinar, normalizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder de normalizar abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários.

ESG: Sigla que remete às palavras Ambiental, Social e Governança Corporativa em inglês. É uma avaliação da consciência coletiva de uma empresa acerca de fatores sociais e ambientais. Normalmente, é uma pontuação compilada a partir de dados coletados em torno de métricas específicas relacionadas a ativos intangíveis dentro da empresa, podendo ser considerada uma forma de pontuação de crédito social corporativo. As categorias ambientais, sociais e de governança são também relacionadas aos "investidores socialmente responsáveis", ou seja, aqueles que consideram importante, além da análise financeira, incorporar seus valores e preocupações sócio-ambientais ao tomar decisões de investimento. Em conformidade com os investidores responsáveis, pesquisas indicam que as práticas ESG representam uma porcentagem crescente do valor futuro de uma empresa. O rótulo ESG tem sido amplamente adotado no mercado financeiro dos Estados Unidos, com o objetivo de mensurar elementos relacionados à sustentabilidade e ao impacto social de uma empresa ou negócio. É como o uso do termo a partir de uma perspectiva de investimento, i.e. *ESG Investing* pode ser a consideração de fatores ambientais, sociais e de governança juntamente com fatores financeiros no processo de tomada de decisão de investimento. Por meio do investimento em ESG, os participantes do mercado consideram em sua tomada de decisão as maneiras pelas quais os riscos e oportunidades ambientais, sociais e de governança (ESG) podem ter impactos materiais no desempenho das empresas. Os investidores que usam critérios ESG para definir seus portfólios podem investir de forma sustentável, mantendo o mesmo nível de retorno financeiro que fariam com uma abordagem de investimento padrão. O termo ESG foi cunhado pela primeira vez em 2005 em um estudo de referência intitulado *Who Cares Wins* apresentado em uma conferência em 2005, que reuniu pela primeira vez investidores institucionais, gestores de ativos, analistas

de pesquisa *buy-side* e *sell-side*, consultores globais, órgãos governamentais e reguladores para examinar o possível papel impulsionador do ESG na gestão de ativos financeiros e pesquisa. Em menos de 20 anos, o movimento ESG cresceu de uma iniciativa de responsabilidade social corporativa lançada pelas Nações Unidas (UN) para um fenômeno global que representa mais de US\$ 30 trilhões em ativos sob gestão. Somente no ano de 2019, um aumento de capital totalizando US\$ 17,67 bilhões fluiu para produtos vinculados a ESG, um aumento de quase 525% em relação a 2015, segundo *players* do mercado internacional. Por outro lado, críticos têm afirmado que os produtos vinculados ao ESG não tiveram, e provavelmente não terão, o impacto pretendido de aumentar o custo de capital de empresas poluidoras, e acusaram o movimento de promover o *greenwashing*.

Framework: Conforme GRI, no contexto de títulos socioambientais, os *Frameworks* (ou Prospecto) fornecem o ‘*frame*’ para contextualizar as informações. *Frameworks* são aqueles que normalmente são colocados em prática na ausência de *standards* (padrões) bem definidos. Um *framework* permite flexibilidade na definição da direção, mas não no método em si. Um *framework* pode ser entendido como um conjunto de princípios que fornecem orientação e moldam os pensamentos das pessoas sobre como pensar em um determinado tópico.

GBP: Green Bond Principles (GBP) da International Capital Market Association (ICMA)

GIPS®: Conforme o *Chartered Financial Analyst* (CFA), os *Global Investment Performance Standards* são padrões éticos e voluntários para calcular e apresentar o desempenho de um investimento, com base nos princípios de representação justa e divulgação completa. O desempenho de investimentos é uma parte fundamental de todos de atividade de investir, e é relevante para todo investimento, e para todo indivíduo investidor. É importante para a avaliação do progresso em relação aos objetivos, a seleção de gestores e o cálculo de incentivos. As empresas de investimento e proprietários de ativos que adotam os padrões GIPS externalizam seu compromisso com a ética e com a transparência. Em consequência inspiram a confiança dos investidores.

ICMA: International Capital Market Association. A ICMA declara que sua missão é promover mercados de títulos de dívida *cross-border* resilientes e que funcionem bem, internacionalmente e globalmente coerentes, os quais a ICMA defende como essenciais para financiar o crescimento e o desenvolvimento econômico sustentável.

ISSB: International Sustainability Standards Board foi lançado em novembro de 2021, durante a COP26 pela Fundação *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Tem o desafio de estabelecer um conjunto global de parâmetros para divulgações de sustentabilidade com foco nos mercados financeiros.

LMA: Loan Market Association afirma que o seu principal objetivo é melhorar a liquidez, eficiência e transparência nos mercados de empréstimos sindicalizados primários e secundários na Europa, Oriente Médio e África (*EMEA*). Ao estabelecer práticas de mercado sólidas e amplamente aceitas, busca promover o financiamento sindicalizado como um dos principais produtos de dívida disponíveis para os mutuários em toda a região. Como a voz oficial do mercado de financiamentos sindicalizados na *EMEA*, trabalha com credores, escritórios de advocacia, mutuários e reguladores para educar o mercado sobre os benefícios do produto de financiamento sindicalizado e remover barreiras à entrada de novos participantes.

Materialidade: Conforme o CFA, em investimentos ESG, um fator será considerado material se é julgado que influenciará o valor da companhia nos prazos mais longos. Portanto, nem todo fator será “material” para todas as companhias, todo o tempo. O desafio central para investidores ESG é identificar os fatores que são materiais para um negócio, em um dado momento particular.

MBS: Mortgage Backed Securities

PRI: Principles for Responsible Investment. No início de 2005, o então secretário-geral das Nações Unidas, Kofi Annan, convidou um grupo dos maiores investidores institucionais do mundo para participar de um processo para desenvolver os Princípios do Investimento Responsável. Um grupo de investidores de 20 pessoas, elaborado por instituições de 12 países, foi apoiado por um grupo de 70 pessoas de especialistas da indústria de investimentos, organizações intergovernamentais e sociedade civil. Aí surgia a PRI, segundo a qual trabalhará para alcançar este sistema financeiro global sustentável, incentivando a adoção dos Princípios e colaboração em sua implementação; fomentando uma boa governança, integridade e responsabilização; e abordando obstáculos a um sistema financeiro sustentável que está dentro das práticas, estruturas e regulação do mercado.

Perspectiva de rating: viés da qualidade de crédito que a agência atribui a um determinado emissor ou ativo. A perspectiva para o rating atual pode ser positiva, estável ou negativa.

PV: Projetos Verdes.

Rating: À medida que o número e a complexidade dos instrumentos financeiros nos mercados financeiros globais aumentaram nas últimas décadas, ratings de crédito assumiram uma importância cada vez maior para prover suporte informacional aos investidores individuais e institucionais, na oportunidade de sua tomada de decisão de investimento mais bem informada. As agências de *rating* são muitas vezes consideradas as guardiãs do mercado de capitais, devido ao impacto de suas opiniões na estruturação e precificação de produtos financeiros. O produto de uma agência de classificação de crédito parece bastante simples. É uma letra "grau" que indica a probabilidade de *default* de um instrumento de dívida. Os *ratings* refletem tanto a probabilidade de inadimplência quanto qualquer perda financeira sofrida, em caso de inadimplência. Um evento de inadimplência é geralmente definido como a falta de pagamento de juros ou principal de uma obrigação de dívida no vencimento. Representa a nota de crédito atribuída a um determinado emissor ou ativo. As escalas vão de AAA (menor risco) a C (maior risco). A nota D geralmente é atribuída para empresas que já entraram em situação de *default*.

R&D: *Research & Development*

SDG: [Sustainable Development Goals](#). A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, adotada por todos os Estados Membros das Nações Unidas (UN) em 2015, fornece um plano compartilhado para a paz e a prosperidade para as pessoas e o planeta, agora e no futuro. No seu cerne estão os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que são um apelo urgente à ação de todos os países - desenvolvidos e em desenvolvimento - em uma parceria global. Eles reconhecem que acabar com a pobreza e outras privações deve andar de mãos dadas com estratégias que melhorem a saúde e a educação, reduzam a desigualdade e estimulem o crescimento econômico – ao mesmo tempo em que combatem as mudanças climáticas e trabalham para preservar nossos oceanos e florestas.

SPO: *Second Party Opinion*. A SPO fornece uma avaliação especializada de uma estrutura de título verde, social ou de sustentabilidade. A SPO fortalece uma *proxy* de credibilidade do emissor e melhora a atratividade do título, demonstrando alinhamento com os princípios da [International Capital Market Association](#) (ICMA) para investidores e demais partes interessadas do mercado. A transparência aprimorada facilita o envolvimento de emissores com investidores que compartilham objetivos comuns de impacto. Além disso, a SPO deve analisar os pontos fortes e as oportunidades de melhoria na estrutura de títulos e fornece recomendações ao emissor sobre como fortalecer ainda mais suas políticas, sistemas e ferramentas. Investidores, instituições financeiras maduras, bancos e instituições financeiras de desenvolvimento dispostos a emitir um título verde, social ou sustentável. A Opinião da Segunda Parte avalia a estrutura do título emitido, em relação aos quatro componentes principais dos princípios do [International Capital Market Association](#) (ICMA): Uso de Recursos, Avaliação e Seleção de Projetos, Gestão de Recursos e Relatórios. A metodologia adotada pela [Bells & Bayes Rating Analytics](#)[®] mapeia ainda as categorias de Uso de Recursos com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU (ou UN) no nível da meta dos ODS (ou SDG). A avaliação é complementada por uma avaliação do alinhamento da Estratégia de Sustentabilidade abrangente do Emitente com a estrutura e o racional do título emitido. Uma SPO emitida pela [Bells & Bayes Rating Analytics](#)[®] fornece uma avaliação independente da precisão e integridade de um título, empréstimo ou estrutura usada para tomada de decisões estratégicas pelos investidores. Esse tipo de classificação emitida pela [Bells & Bayes Rating Analytics](#)[®] poderá ser disponibilizada publicamente para investidores e partes interessadas. A linguagem será clara e, em que pese ser de natureza técnica, buscamos assegurar que os leitores entendam o que está sendo dito.

SBP: [Social Bond Principles da International Capital Market Association \(ICMA\)](#)

SBG: [Sustainability Bond Guidelines da International Capital Market Association \(ICMA\)](#)

SLBP: [Sustainability Linked-Bond Principles da International Capital Market Association \(ICMA\)](#)

SPT: *Sustainability Performance Targets* (Metas de Desempenho de Sustentabilidade) são melhorias mensuráveis em indicadores-chave de desempenho com os quais os emissores se comprometem com um cronograma predefinido. Os SPTs devem ser ambiciosos, materiais (i.e. serem vistos como impactantes/relevantes para a performance de longo prazo da companhia) e, sempre que possível, referenciados e consistentes com a estratégia geral de sustentabilidade/ESG de um emissor. Entre os principais bonds rotulados como ESG, os SLBs costumam ter suas SPTs como gatilho para pagamento fluxo de caixa adicional ao bondholder, na eventualidade do não atingimento de determinadas SPTs, conforme estabelecem os [Sustainable-Linked Bond Principles \(SLBP\)](#), da ICMA, em sua edição 2020.

Standards: Conforme GRI, no contexto de títulos socioambientais, *Standards* (ou Padrões) são o nível acordado de requisitos de qualidade, que as pessoas consideram aceitável para as entidades relatoras devam

atingir. Um *standard* pode ser considerado/assumido como contendo critérios específicos e detalhada ou métricas de 'o que' deve ser relatado em cada tópico. No geral, padrões de relatórios corporativos têm em comum as seguintes características: i) a foco no interesse público, ii) independência, iii) devido processo legal e consulta pública, gerando uma base mais forte para as informações demandadas.

TCFD: [Taskforce on Climate-related Financial Disclosures](#), o *Financial Stability Board (FSB)* estabeleceu o TCFD para desenvolver recomendações para divulgações relacionadas ao clima mais eficazes que possam promover decisões mais informadas de investimento, crédito e subscrição de seguros e, por sua vez, permitir que as partes interessadas entendam melhor as concentrações de ativos relacionados ao carbono no mercado financeiro. exposições do setor e do sistema financeiro a riscos relacionados ao clima.

TNFD: [Taskforce on Nature-related Financial Disclosures](#)

Transition bonds: a CBI adota a definição de que são instrumentos de financiamento para atividades que não são de baixa ou zero emissão (ou seja, não verde), mas têm um papel de curto ou longo prazo para desempenhar na descarbonização de uma atividade ou no apoio um emissor em sua transição para alinhamento com acordos internacionais acerca de mudanças climáticas. O rótulo de "transição" permite a inclusão de um conjunto mais diversificado de setores e atividades, e inclui rótulos como transição azul e transição verde. No momento corrente, tem predominado a visão de que, os títulos de transição essencialmente provêm de indústrias altamente poluentes. Não se enquadram nas definições existentes de verde, mas são um componente crítico de uma transição para zero líquido. Setores de exemplo incluem extrativistas como mineração; materiais como aço e cimento; e industriais incluindo aviação e navegação.

UN: United Nations.

9 Versões anteriores deste documento

Versão anterior desta metodologia: não há.

Disclaimer

A **Bells & Bayes** (CNPJ: 45.510.734/0001-59) é uma agência independente de classificação de risco de crédito autorizada (em 14 de outubro de 2022, o Diário Oficial da União (DOU, edição 196, Seção 1, na página 79, mediante o Ato Declaratório CVM nº 20.248) e regulada pela Resolução CVM nº 9, de 27 de outubro de 2020. A Agência fornece serviços de avaliação de risco de crédito e não-crédito. A Agência desenvolve as seguintes atividades principais: (a) Classificação de Risco de Crédito que consiste em opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários, conforme metodologia adotada pela Agência; (b) Rating de Não Crédito que envolve a elaboração de SPO (Second Party Opinion), que consiste em opinar acerca da adequação da estrutura de título rotulado como ESG, verde, social, ou de sustentabilidade, conforme metodologia adotada pela Agência; (c) Rating de Qualidade de Gestão de Terceiros. A respeito do segundo tipo de rating, a **Bells & Bayes** presta serviços de Parecer de Segunda Parte (Second Party Opinion-SPO) acerca uma estrutura de títulos ESG (ESG bonds framework): Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds, Sustainability-linked bonds e Transition bonds. A **Bells & Bayes** não será responsabilizada pela eficácia dos projetos, incluindo a eventuais benefícios ambientais. Para efeito de avaliação via SPO a **Bells & Bayes** segue os Princípios recomendados pela International Capital Markets Association-ICMA. Todas as decisões de investimento devem ser tomadas sob a responsabilidade do investidor, seja institucional ou individual. As informações usadas pela **Bells & Bayes**, na ocasião de Avaliação de Títulos ou SPOs são informações que a **Bells & Bayes** entendeu como confiáveis e materiais. No entanto, a **Bells & Bayes** não realiza nenhuma verificação independente da precisão ou outros aspectos dessa informação. A **Bells & Bayes** não faz representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à precisão, pontualidade, adequação, integridade, comercialização, adequação a qualquer finalidade específica ou qualquer outro assunto com relação a essas informações. A **Bells & Bayes** pode suspender ou retirar ratings a seu critério, devido a dados ou informações insuficientes, ou outras circunstâncias julgadas suficientemente motivadoras para tal. A **Bells & Bayes** não é responsável de nenhuma forma perante qualquer parte, por todos ou quaisquer danos, perdas ou despesas decorrentes de ou em relação a erros, omissões, inadequação ou insuficiências nas informações usadas na emissão de ratings de risco de crédito e/ou não crédito, ou decorrentes ou em relação ao uso de tais informações. Como regra geral, a **Bells & Bayes** emite ratings de risco de crédito e não-crédito mediante uma taxa paga pelo requerente. As Metodologias de Avaliação que a **Bells & Bayes** emprega para emitir suas avaliações e opiniões são elaboradas com base nas suas próprias análises e pesquisas. A **Bells & Bayes** não faz representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à precisão, pontualidade, adequação, integridade, comercialização, adequação a qualquer propósito específico ou qualquer outro assunto com relação a Metodologias de Avaliação. Além disso, a divulgação das Metodologias de Avaliação pela **Bells & Bayes** não constitui qualquer forma de aconselhamento acerca de decisões de investimento ou questões financeiras ou comentários sobre a adequação de qualquer investimento para qualquer parte. A **Bells & Bayes** não se responsabiliza de forma alguma por quaisquer danos decorrentes de um usuário ou de terceiros em relação ao conteúdo ou ao uso de Metodologias de Avaliação, independentemente do motivo da reclamação, e independentemente de negligência ou culpa da **Bells & Bayes**. Todos os direitos e interesses (incluindo direitos de patente, direitos autorais, outros direitos de propriedade intelectual e *know-how*) em relação às metodologias pertencem à **Bells & Bayes**. Utilização das Metodologias de Avaliação, no todo ou em parte, para fins alheios ao uso pessoal (incluindo reproduzir, alterar, enviar, distribuir, transferir, emprestar, traduzir ou adaptar as informações) e armazenar as Metodologias de Avaliação para uso posterior, é proibido sem autorização prévia por escrito da **Bells & Bayes**. Português é o idioma oficial deste material, em havendo alguma inconsistência, ou discrepância, entre informações escritas em português e informações escritas em outros idiomas, que não o português, as informações escritas em português terão precedência.

Bells & Bayes Ltda. Rua Pequetita, 215, Cj. 601, Vila Olímpia, São Paulo/SP, Brasil, 04552-060. www.bellsbayes.com. Os ratings de crédito ou não crédito emitidos pela **Bells & Bayes** consistem em opinião suportada por informações e metodologia própria. A **Bells & Bayes** não certifica os benefícios econômicos, sociais ou ambientais, tampouco outras qualidades de projetos elegíveis. Assim, a **Bells & Bayes** não será responsável pelo desempenho de ativos financeiros, tampouco eficácia de projetos, incluindo seus benefícios decorrentes. A **Bells & Bayes** não aconselha decisões de investimento ou questões financeiras, nem endossa os méritos de qualquer investimento. A **Bells & Bayes** não realiza nenhuma verificação independente da precisão ou outros aspectos das informações relacionadas ao emitir a Avaliação de Ativos Financeiros, e não faz declarações ou garantias relacionadas. A **Bells & Bayes** não é responsável de forma alguma por qualquer dano que surja em relação à Avaliação de Títulos Financeiros (incluindo alterações no perfil desses). Como regra geral, a **Bells & Bayes** emite avaliações mediante uma taxa paga pelo requerente. Para obter detalhes, consulte www.bellsbayes.com.

©Bells & Bayes Ltda.

Signatory of:



Versão anterior desta metodologia: não há.