

UMA MUDANÇA DE PERCEPÇÃO:

ASG, RISCO DE CRÉDITO E CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

PARTE 2:

EXPLORANDO AS DESCONEXÕES

OS SEIS PRINCÍPIOS

INTRODUÇÃO AOS PRINCÍPIOS

Como investidores institucionais, temos o dever de atuar de acordo com os melhores interesses de longo prazo de nossos beneficiários. Neste papel fiduciário, acreditamos que fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) podem afetar o desempenho das carteiras de investimento (em diferentes níveis em empresas, setores, regiões, classes de ativos, e ao longo do tempo). Também reconhecemos que a aplicação destes Princípios pode alinhar melhor os investidores a objetivos mais amplos da sociedade. Portanto, sempre em linha com nossas responsabilidades fiduciárias, nos comprometemos com o seguinte:

- 1 Incorporaremos os fatores ASG às análises de investimento e processos de tomada de decisão.**
- 2 Seremos investidores atuantes e incorporaremos fatores ASG às nossas políticas e práticas de titularidade de ativos.**
- 3 Buscaremos sempre fazer com que as entidades nas quais investimos façam divulgações apropriadas sobre fatores ASG.**
- 4 Promoveremos a aceitação e implementação dos Princípios pelo segmento de investimentos.**
- 5 Trabalharemos em conjunto para ampliar nossa eficácia na implementação dos Princípios.**
- 6 Cada um de nós divulgará relatórios sobre atividades e progressos da implementação dos Princípios.**



MISSÃO DO PRI

Acreditamos que um sistema financeiro global economicamente eficiente e sustentável seja absolutamente necessário para a criação de valor no longo prazo. Tal sistema recompensará o investimento responsável de longo prazo e beneficiará o meio-ambiente e a sociedade integralmente.

O PRI trabalhará para alcançar esse sistema financeiro global sustentável, incentivando a adoção dos Princípios e a colaboração em sua implementação; promovendo a boa governança, a integridade e a responsabilidade; e enfrentando obstáculos causados por práticas, estruturas e regulamentação de mercado impeditivas de um sistema financeiro sustentável.

AVISO LEGAL

Os dados contidos neste relatório são meramente informativos, não representando conselhos de investimento, jurídicos, fiscais ou outros, nem devem ser utilizados como base para a realização de investimentos e tomada de outras decisões. Os autores e divulgadores não estão oferecendo consultoria jurídica, econômica ou de investimento, nem outros serviços profissionais neste relatório. A PRI Association não é responsável pelo conteúdo de websites e outros materiais informativos que podem porventura ser mencionados neste relatório. O acesso fornecido a estes sites ou a tais materiais informativos não constitui, por parte da PRI Association, endosso às informações contidas neste documento. Este relatório é resultado de um esforço colaborativo entre membros do Advisory Committee on Credit Ratings (ACCR) e vários signatários do [ESG in Credit Ratings Statement](#) de 2016. No entanto, exceto declarações em contrário, opiniões, recomendações, resultados, interpretações e conclusões expressas neste documento representam os pontos de vista da PRI Association. Não se deve inferir ou pressupor que a The Rockefeller Foundation, a UNEP-FI, o Pacto Global da ONU, citados na capa do relatório, qualquer organização mencionada no Anexo ou nos estudos de caso, ou ainda qualquer outra parte que tenha assinado a declaração conjunta de investidores e agências de classificação necessariamente endossam ou concordam com as conclusões aqui apresentadas. A inclusão de exemplos de empresas de forma alguma constitui endosso de tais organizações por parte da PRI Association ou dos signatários dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Ainda que tenhamos nos esforçado para assegurar que as informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes confiáveis e atualizadas, a natureza mutável das estatísticas, da legislação, de regras e regulamentos pode resultar em atrasos, omissões ou imprecisões nas informações aqui contidas. A PRI Association não é responsável por quaisquer erros ou omissões, nem por quaisquer decisões tomadas ou ações realizadas com base nas informações contidas neste relatório, ou ainda por quaisquer perdas e danos resultantes de ou causados por tais decisões ou ações. Todas as informações aqui contidas são fornecidas para efeito de mera informação, sem garantia de completude, precisão e tempestividade, ou dos resultados obtidos a partir do uso de tais informações, sem, ainda, garantia expressa ou limitada de qualquer espécie.

ÍNDICE

RESUMO EXECUTIVO	4
INTRODUÇÃO	6
EXPLORANDO AS DESCONEXÕES	9
1. RELEVÂNCIA DO RISCO ASG	10
2. HORIZONTES DE TEMPO RELEVANTES A SE CONSIDERAR	15
3. ABORDAGENS ORGANIZACIONAIS PARA A CONSIDERAÇÃO DE FATORES ASG	19
4. COMUNICAÇÃO E TRANSPARÊNCIA	23
PRÓXIMOS PASSOS	27
LIÇÕES DO SETOR AUTOMOTIVO	29
ANEXOS	
1. EVIDÊNCIAS DAS CRAS	34
2. ESTUDOS DE CASO DE INVESTIDORES	38
3. ORGANIZADORES E PARTICIPANTES DOS FÓRUNS	58

AGRADECIMENTOS

O PRI agradece ao [Advisory Committee on Credit Ratings](#) (ACCR) e à sua presidente, My-Linh Ngo, *Head* de Investimento ASG da BlueBay Asset Management, por seu tempo, suas orientações e seu compromisso com a iniciativa ESG in Credit Ratings. O PRI também agradece a todos os seus signatários que também assinaram o ESG in Credit Ratings Statement e organizaram os fóruns, àqueles que forneceram estudos de caso, e às agências de classificação de risco (CRAs) por cederem especialistas em análise de crédito para as mesas-redondas. Os organizadores e participantes dos fóruns estão listados no Anexo 3. Por fim, o PRI agradece à The Rockefeller Foundation por sua contribuição financeira para este projeto.

SUMÁRIO EXECUTIVO

A [Iniciativa ASG nas Classificações de Risco do PRI](#) está facilitando uma mudança no sistema. Iniciativa inédita deste tipo e porte, reúne profissionais de crédito que trabalham em investidores e agências de classificação de risco para discutir os fatores ambientais, sociais e de governança (ASG). Após a publicação, em 2017, do relatório [Uma mudança de percepção: ASG, risco de crédito e classificação de risco – parte 1: cenário atual](#), o PRI organizou uma série de mesas-redondas, cujos achados embasam este relatório.

Apesar de os fatores ASG já fazerem parte das análises de risco de crédito, a *novidade* agora é até que ponto os investidores da renda fixa consideram os fatores ASG de forma explícita e sistemática. Os formuladores de políticas públicas também têm ampliado seu interesse por estes fatores devido à percepção cada vez maior de que problemas relacionados a ASG, como a mudança do clima, podem representar riscos sistêmicos para os mercados financeiros.

O diálogo está acontecendo e já começa a tratar dos erros de concepção, incluindo a diferença entre mensurar o impacto dos fatores ASG no risco de crédito e avaliar a exposição ASG de um emissor de dívida, ou em comparação com o investimento baseado em regras (como a exclusão). Também está dando destaque ao progresso que as CRAs — principalmente as maiores — vêm alcançando por meio de pesquisas e mudanças organizacionais, além de esforços relacionados à transparência e a referência mais explícita aos fatores ASG quando estes contribuem para as ações de classificação. Por fim, este diálogo também chama a atenção para as novas CRAs — algumas ainda não reguladas — que oferecem avaliação dedicada de risco ASG ou análise aumentada de solvência.

Os participantes das mesas-redondas em geral concordam que, embora a análise de fatores ASG em ativos de renda fixa seja em primeiro lugar uma ferramenta para gerenciar riscos de desvalorização, ela também está se tornando mais importante para ampliar o retorno, ou para as estratégias de investimento de valor relativo, além de colocar em evidência a importância do engajamento com os detentores de títulos. A demanda cada vez maior por parte dos clientes também aumenta as pressões comerciais.

As mesas-redondas foram estruturadas em torno das quatro desconexões entre investidores e CRAs identificadas na primeira parte desta série de relatórios. No entanto, as discussões revelaram que, mais do que apenas desconexões, estes são desafios comuns que os profissionais do crédito em ambos os lados enfrentam quando buscam tornar a análise ASG mais proeminente ou rigorosa. Abaixo, alguns destaques:

RELEVÂNCIA DOS FATORES ASG PARA O RISCO DE CRÉDITO

- Embora tradicionalmente os fatores de governança façam parte da análise do risco de crédito, ambos os lados concordam que ainda estão no estágio inicial de formalização de uma abordagem sistemática para incluir os fatores socioambientais nesta análise. Ainda é preciso avaliar melhor *onde* estes fatores são relevantes e *como* podem impactar os balanços patrimoniais e as projeções de fluxo de caixa. Os participantes discutiram o valor de da utilização destes fatores como indicadores precoces, por exemplo, da supervisão inadequada pela administração ou da possível deterioração das condições de crédito — mesmo antes de as métricas financeiras tradicionais piorarem.
- A relevância dos fatores ASG do ponto de vista do risco de crédito depende de muitos fatores, tais como o perfil financeiro da entidade, seu setor e sua localização geográfica, além do tipo e das características de um título. Além disso, destacou-se a importância de da diferenciação entre riscos físicos e de transição (inclusive acontecimentos no campo regulatório) quando se trata de questões ambientais.

HORIZONTES DE TEMPO RELEVANTES A SE CONSIDERAR

- Identificar o horizonte de tempo correto para a avaliação dos fatores ASG na análise do risco de crédito não é tarefa simples. No entanto, os participantes entenderam que reunir informações sobre futuras regulações socioambientais ajuda a avaliar melhor a qualidade da governança e a sustentabilidade dos modelos de negócios.
- Como os fatores ASG têm uma natureza multidimensional, as dificuldades para modelar fatores não financeiros e capturar as interdependências de dados foram consideradas pelos participantes como os maiores obstáculos para a inclusão do ASG em análises de risco de crédito. Mais especificamente, a interação entre os seguintes fatores foi assinalada: 1) as tendências estruturais de longo prazo que influenciam os riscos ASG; 2) a probabilidade de que incidentes relacionados a ASG se materializem e quando; 3) o risco de estes incidentes voltarem a ocorrer; e 4) seu impacto nos fundamentos de crédito do emissor e a capacidade do emissor de ajustar seu modelo de negócios por meio da compra ou venda de empresas e da introdução de tecnologias disruptivas ou reação a elas.

ABORDAGENS ORGANIZACIONAIS PARA O ASG

- A experiência e os recursos estão melhorando tanto para investidores quanto para CRAs, em especial quando há adesão da alta administração. O nível de participação das CRAs e seu apoio às mesas redondas são prova disso. No entanto, uma matriz formal ainda está sendo desenvolvida para que os analistas de crédito incorporem fatores ASG de forma sistemática. Foram consideradas diferentes abordagens que podem ser adotadas, inclusive o desenvolvimento interno de habilidades, a internalização de especialistas e a terceirização em casos específicos.
- Superar a inércia interna é outro obstáculo. Enquanto alguns investidores e CRAs avançam, outros participantes do mercado enfrentam desafios para derrubar barreiras, lidar com silos organizacionais e garantir adesão interna. Outro problema é como incentivar e recompensar os analistas que melhor destravam valor ASG, pois pode levar décadas para que as estratégias corporativas produzam resultados tangíveis ou para eventos explosivos se materializarem.

COMUNICAÇÃO E TRANSPARÊNCIA

- A comunicação e a transparência, especificamente em assuntos relacionados a ASG, até período recente foram limitadas, em parte devido à falta de divulgação ou engajamento de qualidade, que hoje já são melhores. Há lacunas em toda a cadeia de investimento — não somente entre investidores e CRAs, mas também entre proprietários de ativos (AOs) e gestores de ativos (AMs) e, por fim, emissores de títulos de dívida. Poucos participantes sabiam que algumas CRAs estão tornando os fatores ASG mais transparentes em suas metodologias e pesquisas, e que o resultado disso foram mudanças na classificação.

- Várias opções foram discutidas sobre como melhorar a comunicação das CRAs, inclusive a forma como apresentam as classificações e sinalizam os riscos de longo prazo. As ideias variaram desde uma seção à parte para o ASG dentro das opiniões de crédito, até a análise setorial e de cenário. Os benefícios e as desvantagens de uma abordagem de integração, que é mais difícil de demonstrar, foram analisados em oposição a uma abordagem de complementação. Os participantes refletiram sobre seu papel no aprimoramento da divulgação de dados ASG do emissor.

As observações das mesas-redondas foram complementadas com exemplos de opiniões de classificação de risco de CRAs ou pesquisa recente, além de oito estudos de caso de investidores que demonstraram como os fatores ASG podem afetar a avaliação do perfil de crédito. Uma seção do relatório trata do setor automotivo — foco da mesa-redonda de Frankfurt — uma vez que esta indústria é um bom exemplo da interação entre fatores ASG no risco de crédito corporativo. Por fim, o relatório é corroborado pelos [resultados de uma pesquisa](#) que os participantes responderam antes das mesas-redondas.

Os fóruns se concentraram nos fatores ASG no risco de crédito corporativo, mas começaram tratando das classes de ativos, abordando algumas das diferenças entre o risco de crédito corporativo e soberano. A Parte 3 da série tratará destes temas e explorará as soluções que começaram a surgir para os desafios enfrentados pelos profissionais do crédito.

Como sempre, estamos abertos ao seu feedback sobre o nosso trabalho e encorajamos você a colaborar com a iniciativa ESG in Credit Ratings.

INTRODUÇÃO

A INICIATIVA ESG IN CREDIT RATINGS

Este é o segundo de uma série de três relatórios e é o resultado de um projeto iniciado em 2015, quando o PRI realizou uma pesquisa com investidores e formou um grupo de trabalho para aprimorar a compreensão sobre como os fatores ASG afetam análises de risco de crédito.

Em maio de 2016, o ESG in Credit Ratings Statement foi publicado, permitindo que os investidores e as CRAs declarem publicamente que reconhecem o valor da integração dos fatores ASG de forma transparente e sistemática na análise de risco de crédito. Esta declaração ainda está aberta para adesão, e a lista de signatários está expandindo rapidamente (Figura 1).

O ACCR foi criado no final de 2016. Sob sua orientação, outro marco foi alcançado em julho de 2017 com a publicação do relatório [Uma mudança de percepção: ASG, risco de crédito e classificação de risco – parte 1: o cenário atual](#).

Com base em entrevistas com stakeholders, dados do PRI Reporting Framework, e revisões de pesquisas com investidores, a Parte 1 concluiu que a inclusão de fatores ASG no risco de crédito ainda é incipiente ou limitada para a maioria dos participantes do mercado. No entanto, o relatório mostra que os esforços estão ganhando impulso — investidores e CRAs estão começando a expandir seus recursos, inclusive para o capital humano. O relatório destacou os direcionadores do *stewardship*, tais como a mudança do clima e escândalos corporativos que contribuíram para a crise financeira global, além da demanda cada vez maior dos investidores por ativos relacionados a ASG.

Figura 1: Signatários do ESG in Credit Ratings Statement desde seu lançamento em maio de 2016



INTENSIFICANDO O FOCO REGULATÓRIO

O PRI foi uma das primeiras organizações a reconhecer a importância do engajamento com CRAs e investidores para o avanço na compreensão do impacto que os fatores ASG exercem sobre a avaliação do risco de crédito, o aprimoramento da alocação de capital ajustada para risco e a promoção do investimento sustentável. Mais recentemente, a pressão regulatória também aumentou na Europa: o [EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance](#) tinha uma seção sobre agências de classificação de risco e classificação de sustentabilidade, e fez recomendações para o [Plano de Ação da Comissão Europeia](#), publicado em março de 2018.

A Comissão Europeia está agora analisando as práticas atuais e planeja realizar engajamento com todos os stakeholders para determinar se vale a pena alterar a Credit Rating Agency Regulation. A Comissão delegou à European Securities and Markets Authority (ESMA) a tarefa de analisar as práticas atuais no mercado de classificação de risco e incluir informações sobre a sustentabilidade socioambiental em suas orientações para as divulgações das CRAs. Por fim, contratou um estudo abrangente sobre classificação e pesquisa de sustentabilidade. O período exploratório que a Comissão se propôs antes de introduzir medidas concretas destacará as mudanças que os stakeholders estão adotando, inclusive aquelas que o PRI vem catalisando por meio da iniciativa ESG in Credit Ratings¹.

¹ Consulte também o artigo ['Momentum shifts towards more integration of sustainability in credit ratings'](#), Responsible Investor, 15 de março de 2015.

CULTIVANDO O DIÁLOGO ENTRE INVESTIDORES E CRAS

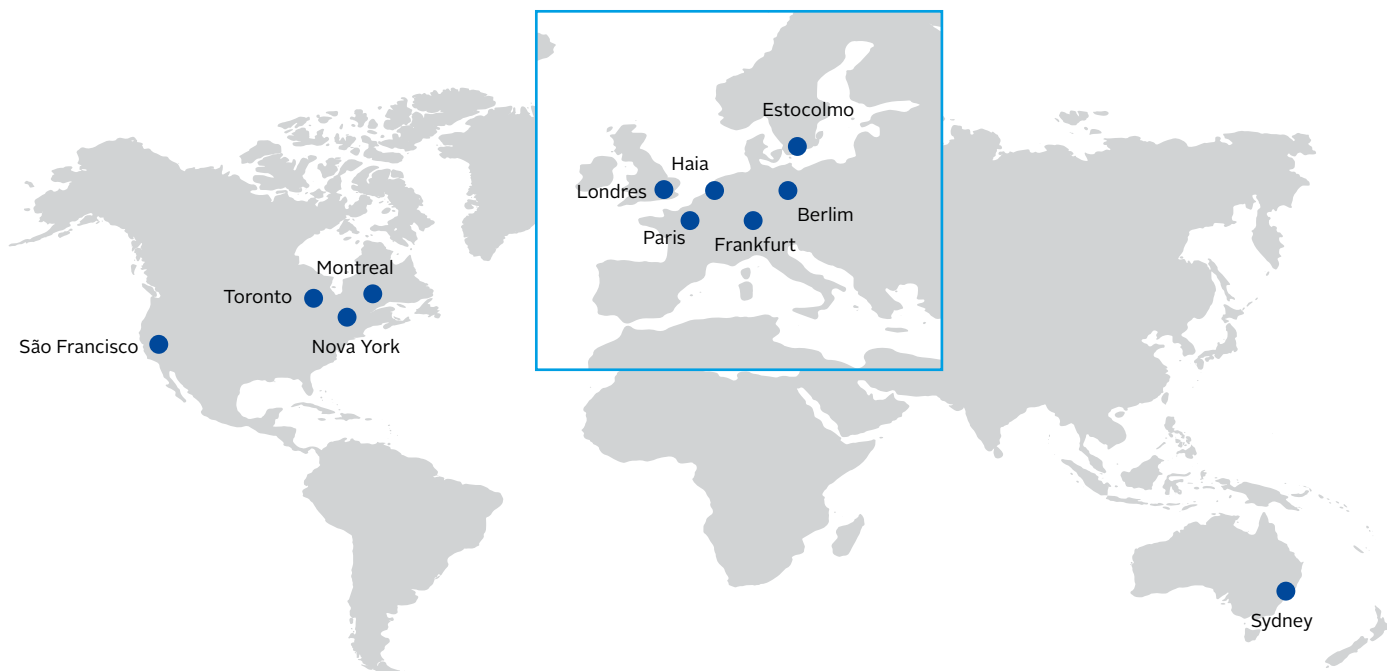
Apesar de destacar o progresso promissor, a Parte 1 concluiu que a consideração de fatores ASG pelos profissionais do crédito ainda está longe de ser sistemática e que a comunicação precisa melhorar ainda mais. A Parte 2 busca testar estes achados a partir de uma amostra maior de CRAs e investidores em comparação com a que foi utilizada anteriormente.

Este relatório também chega em um momento no qual a necessidade de avaliar melhor o risco de crédito em linha com os fundamentos está se intensificando, com a atual política monetária de alívio quantitativo em vários países grandes. Os *yields* estão normalizando após uma compressão sem precedentes, que impulsionou o apetite pelo risco e a demanda por investimentos em *high yield* (com nota baixa de crédito) em busca de lucro. Como resultado, tornou-se mais atraente a ideia de identificar os sinais de alerta para precificar riscos de forma mais adequada.

Especificamente, este relatório é baseado em:

- **fóruns do PRI para profissionais do crédito:** esses eventos foram uma oportunidade única para fazer engajamento com um público de investidores e profissionais das CRAs mais amplo e mais focado no risco de crédito;
- **respostas de uma pesquisa do PRI com investidores que participaram dos eventos:** consulte os resultados completos [aqui](#)²; e
- **estudos de caso:** fornecidos pelos participantes durante ou após os eventos, trazem exemplos de progresso recente, bem como de desafios atuais.

Figura 2: Fóruns do PRI sobre ASG no risco de crédito e na classificação de risco



² Os participantes da conferência PRI in Person 2017 em Berlim não responderam à pesquisa.



OS FÓRUNS DO PRI

- **Locais:** o PRI organizou 11 eventos na Europa Ocidental, América do Norte e Austrália entre setembro de 2017 e fevereiro de 2018³ (Figura 2).
- **Formato:** quase todos os fóruns tiveram o formato de mesa-redonda para facilitar as discussões em grupo, precedidas por uma breve introdução sobre a iniciativa ESG in Credit Ratings e uma apresentação de representantes de CRAs para informar investidores sobre os acontecimentos mais recentes na área.
- **Participantes:** o número de participantes foi limitado a 20-30 para facilitar a participação ativa⁴. Analistas seniores de crédito e gestores de carteira de renda fixa foram a maioria dos participantes, enquanto analistas ASG compareceram em menor número. Eram, principalmente, funcionários de gestoras de ativos (mas proprietários de ativos também participaram de alguns eventos). Os representantes das CRAs eram *senior credit officers*, *criteria officers* ou chefes de departamentos de pesquisa.⁵
- **Foco:** Exceto nos eventos de Berlim, Londres e Paris, nos quais foi considerado o risco de crédito soberano, o foco das sessões foi o risco de crédito corporativo. Isso aconteceu porque não foi possível reunir executivos das áreas de risco corporativo e soberano das CRAs em todos os eventos. No entanto, planejamos visitar o risco de crédito soberano em maior profundidade e analisar suas conexões com o risco de crédito corporativo, pois este assunto gerou um grande interesse.
- **Regra da Chatham House:** citações e comentários neste relatório não foram atribuídos a indivíduos ou organizações específicas.

3 O PRI organizou nove mesas-redondas (em Haia, Toronto, Montreal, Nova York, Estocolmo, Londres, Paris, Frankfurt e Sydney) e dois painéis na Conferência PRI in Person em Berlim em setembro de 2017 e no evento do PRI em São Francisco sobre 'Investimento Responsável na Renda Fixa: o Caminho à Frente' em janeiro de 2018. O PRI está programando mais mesas-redondas para o segundo semestre de 2018. Visite www.unpri.org/credit-ratings para consultar a lista dos próximos eventos ou para acessar as gravações da conferência de São Francisco.

4 A exceção foi a mesa-redonda de Paris, que teve cerca de 50 participantes.

5 Representantes da Moody's Investors Service e da S&P Global Ratings participaram de todas as mesas-redondas. A Beyond Ratings e a Scope Ratings participaram das mesas-redondas de Londres e Paris. A Scope Ratings também esteve presente na mesa-redonda de Frankfurt, junto com a Rating-Agentur Expert AG e a Dagong Europe Credit Ratings Srl. Por fim, duas CRAs que não são signatárias da iniciativa ESG in Credit Ratings — a Fitch Ratings e a Dominion Bond Rating Service (DBRS) Ltd — participaram das mesas-redondas de Londres e do Canadá, respectivamente. A declaração permanece à disposição das duas CRAs para assinatura.

EXPLORANDO AS DESCONEXÕES

Fatores ASG não são novidade na análise do risco de crédito, mas o ASG como uma matriz para a análise sistemática é. Como resultado, as mesas-redondas se concentraram, em sua maioria, nos desafios que os profissionais enfrentam quando buscam tornar estes fatores mais explícitos ou rigorosos.

É importante ressaltar que o debate começou a esclarecer que a incorporação de aspectos ASG na análise de risco de crédito não deve ser confundida com estratégias de investimento que visam retornos sociais ou ambientais além do retorno financeiro (por meio do investimento de impacto, por exemplo), ou aquelas ditadas por estratégias temáticas ou regras de *screening* alinhadas às convicções dos investidores.

Precisamos fazer a distinção entre integração ASG e investimento ético ou de impacto

Gestora de ativos do Reino Unido

Em vez disso, as mesas-redondas discutiram como a incorporação de aspectos ASG ajuda os investidores a precificar, e as CRAs a classificar, riscos com precisão. Pode ser utilizada como uma ferramenta de otimização de carteira no investimento em renda fixa convencional e não necessariamente como uma estratégia, uma vez que os profissionais cumprem suas obrigações de prestação de contas e *due diligence* e seu dever fiduciário. O risco/retorno de crédito pode ser atraente, mesmo depois que os aspectos ASG relevantes forem considerados nas projeções de fluxo de caixa e na taxa de desconto.

No entanto, as duas abordagens não são mutuamente excludentes. Na verdade, para alguns participantes das mesas-redondas, a integração ASG no investimento convencional é o resultado de um processo evolutivo que começou com o investimento baseado em regras.

Como ponto de partida, as discussões foram estruturadas em torno das quatro principais desconexões entre CRAs e investidores destacadas na Parte 1 do relatório:

1. **Relevância dos fatores ASG para o risco de crédito**
2. **Horizontes de tempo relevantes a se considerar**
3. **Abordagens organizacionais para a consideração de fatores ASG**
4. **Comunicação e transparência**

Durante as discussões, descobriu-se que, mais do que apenas desconexões, esses são desafios compartilhados por profissionais do crédito nos dois lados.

As CRAs estão enfrentando os mesmos desafios que os investidores

Gestora de ativos canadense

O feedback coletado no final das sessões incluiu as seguintes visões sobre a importância dos eventos:

- ofereceram o tempo e o espaço necessários para articular — entre pares — como os fatores ASG impactam o risco de crédito;
- permitiram observar que os profissionais enfrentam dificuldades semelhantes;
- proporcionaram o engajamento direto com as CRAs e foram uma oportunidade para conhecer seus novos recursos, além de permitir que as CRAs entendessem melhor as necessidades dos investidores; e
- para os proprietários de ativos, os eventos trouxeram o contexto necessário para formular perguntas mais criteriosas para os gestores de ativos.

PERSPECTIVA REGIONAL

Em termos regionais, a maior surpresa foi a rapidez com que esse tema está ganhando força na América do Norte. No Canadá, a conscientização dos investidores vem aumentando ao longo dos anos e agora está associada a mudanças recentes na regulação⁶. Nos EUA, questões de concorrência impulsionadas pela demanda dos clientes também emergiram, o que é animador, pois a América do Norte é sede de grandes proprietários de ativos e alguns dos maiores gestores de investimento em renda fixa do mundo. Além disso, seu mercado de títulos de dívida é comparativamente maior e tem mais liquidez.

Os investidores franceses, holandeses e nórdicos são comparativamente mais avançados, pois começaram a considerar os fatores ASG antes do resto da Europa. Na França, o processo de integração foi estimulado pelas obrigações de reporte para investidores nos termos do Artigo 173 da lei francesa sobre a transição energética para o crescimento verde⁷. Na Suécia e nos Países Baixos, as abordagens baseadas em normas são as precursoras do aumento nos investimentos ASG convencionais, e as práticas de engajamento estão mais estabelecidas.

Por fim, a mesa-redonda de Sydney teve o maior número de proprietários de ativos. Sua contribuição destacou que os proprietários de ativos ainda não sabem muito bem o que perguntar aos gestores externos de renda fixa no momento de sua nomeação, em relação à sua abordagem para a consideração de fatores ASG, e nem em como garantir que cumpram as políticas de ASG. Muitos reconheceram que a inclusão de fatores ASG no risco de crédito é uma área nova e estão pedindo orientações.

6 Em 2016, Ontário foi a primeira província canadense a exigir que os fundos de pensão locais divulgassem até que ponto investem de forma sustentável e como os fatores ASG são incorporados em suas políticas de investimento. O resultado disso é que a divulgação por fundos de pensão menores está melhorando, uma vez que participantes maiores já haviam iniciado essa prática antes da nova regulamentação. Além disso, em 2017, a Canadian Securities Administrators lançou um projeto de revisão da divulgação relacionada às mudanças climáticas, em parte como resposta às demandas de grandes investidores institucionais por relatórios melhores nesta área.

7 Consulte também o artigo [French energy transition law: global investor briefing on Article 173](#), PRI, 22 de abril de 2016.

DESCONEXÃO 1: RELEVÂNCIA DO RISCO ASG

PRINCIPAIS MENSAGENS:

- O ASG na análise do risco de crédito é considerado uma boa ferramenta para gerenciar riscos de desvalorização, mas vem cada vez mais sendo usado para gerar alfa.
- A governança é um fator relevante de crédito para todos os emissores. A relevância dos fatores socioambientais depende de sua severidade e do setor e da região geográfica do emissor.
- Criar uma matriz ASG que se torne gradualmente mais quantitativa é hoje o maior desafio para os profissionais do crédito.

O QUE OBSERVAMOS:

Não há como generalizar. Na discussão sobre a relevância dos fatores ASG para o risco de crédito, os participantes reconheceram que cada investidor tem suas necessidades. Suas motivações, seus objetivos de investimento (por exemplo, alguns buscam mais duration do que outros e, conseqüentemente, são mais sensíveis a riscos de longo prazo), mandatos (grau de investimento versus *high yield*) e estratégias (investimento em alfa versus beta) precisam ser levados em conta.

Não é somente uma ferramenta de gerenciamento de riscos. A maioria dos participantes concordou que considerar fatores ASG ajuda no gerenciamento dos riscos de desvalorização, mas alguns já estão começando a utilizar esta ferramenta para aumentar o retorno das carteiras. Os investidores mais avançados começaram a criar suas próprias pontuações de crédito para monitorar os riscos e também para formar posições *underweight* e *overweight* em títulos.

Governança é fundamental. Os participantes concordaram que a governança desempenha o papel mais importante na análise do risco de crédito, pois influencia decisões da administração, incluindo: estratégias de desenvolvimento de negócios; políticas ambientais e trabalhistas; porte, diversificação e posicionamento competitivo; e política financeira (inclusive o grau de alavancagem) (Figura 3). Uma governança forte e transparente pode ajudar a mitigar riscos, inclusive aqueles relacionados a fraude, e reduz conflitos de interesse.

O ASG é importante tanto para a renda fixa quanto para a renda variável, negar isso é mostrar pouco conhecimento sobre o funcionamento dos mercados

Gestora de ativos do Reino Unido

Necessidade de verificação sistemática. Os participantes concordaram que os fatores ASG socioambientais devem ser verificados de forma mais sistemática, em particular por serem indicadores importantes de riscos e oportunidades futuros. Houve poucos casos de emissores que entraram em default como resultado de incidentes socioambientais, mas fatores sociais já serviram como um primeiro sinal de alerta de que a governança não está adequada.

Relevância setorial e regional. Houve forte consenso sobre a relevância dos fatores socioambientais depender dos setores e das regiões geográficas. Os participantes acreditam que é necessário fazer mais pesquisa em ambas as áreas (Figuras 4-7). A maioria não sabia que as CRAs já começaram a publicar notas de pesquisa, em particular sobre questões relacionadas à mudança do clima.

Muitos aspectos ASG são monitorados, mas nem todos são relevantes, ou podem não ser relevantes... ainda

Gestora de ativos canadense

Do mesmo modo, poucos participantes — com exceção da mesa-redonda dos EUA — sabiam do trabalho que o [Sustainability Accounting Standard Board](#) (SASB) está realizando nos níveis de indústria e setor, o que pode ser um bom ponto de partida. Na verdade, o SASB já elaborou normas contábeis de sustentabilidade para 79 indústrias em 11 setores, que ajudam empresas abertas a divulgarem informações financeiramente relevantes para os investidores.

Ampliação da análise de risco. O entendimento é cada vez maior de que é preciso ampliar a análise de risco. Os participantes concordam que deveriam estar atentos a novas ameaças conforme o cenário ASG evolui. No campo ambiental, o foco deve ir além da poluição e das emissões de CO₂ para também incluir questões como resíduos plásticos e escassez de água. Quanto às questões de governança e sociais, novos riscos estão surgindo e devem ser monitorados, campo em que a segurança cibernética se destaca.

Figura 3: A relevância dos fatores ASG na análise do risco de crédito faz parte de um mosaico, e entra em diferentes níveis da avaliação. Fonte: várias metodologias das CRAs e discussões nas mesas-redondas do PRI



As questões sociais são as mais difíceis de definir e talvez sejam as mais controversas

Gestora de ativos francesa

DESAFIOS

Criar um framework. Os participantes em geral concordaram que a integração ASG na análise do risco de crédito vem sendo feita de modo mais ou menos intuitivo até hoje, mas está se tornando mais estruturada aos poucos e ainda requer mais trabalho quantitativo. Vários desafios foram identificados, incluindo a definição de métricas relevantes, a acessibilidade e confiabilidade dos dados e a necessidade de mais disciplina na incorporação de fatores não financeiros à mensuração de risco. Outro desafio é modelar novos riscos quando os dados anteriores podem não ser úteis. Um aspecto positivo é que deve ficar mais fácil tornar a análise ASG mais quantitativa no futuro, conforme a divulgação corporativa aumentar. Alguns investidores observaram que isso já está acontecendo com os fatores ambientais, dada a proliferação de dados, e que lições para fatores de governança e sociais também podem ser tiradas daí.

A pluralidade de exigências de reporte causa inconsistências e problemas de comparabilidade. Durante uma das mesas-redondas, destacou-se que o Governance and Accountability Institute apurou que 82% das empresas do S&P 500 publicaram relatórios de responsabilidade social corporativa ou de sustentabilidade em 2016 em comparação com apenas 20% em 2011. No entanto, a padronização só acontecerá quando for adotada em escala por todas as empresas, e a adoção só acontecerá quando uma norma for aceita. A padronização poderia ser facilitada pela adesão às recomendações da Força-tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD).

Mensurar a sustentabilidade dos modelos de negócios. Por um lado, os profissionais disseram que precisam ser capazes de identificar novas tendências e entender melhor o impacto de novas tecnologias, produtos e possíveis mudanças regulatórias. Por outro lado, precisam ser capazes de prever quando esses fatores de disrupção são relevantes o bastante para impactar o risco de crédito.

Sair das zonas geográficas de conforto. Os participantes disseram que alguns investidores podem perder oportunidades porque tendem a preferir emissores locais, pois estão mais familiarizados com a gestão local, seu modus operandi e jurisdição — ponto que foi discutido no Canadá e na Austrália em particular. Os códigos de gestão podem trazer segurança em alguns países, mas há poucos destes códigos no mundo (como no Reino Unido ou no Japão).

Um corolário do exposto acima é como avaliar multinacionais. Observou-se que, com a globalização e em uma era em que as informações são disseminadas com rapidez, incidentes em subsidiárias podem ter forte efeito de contágio sobre as controladoras e vice-versa.

Figura 4: O impacto da mudança do clima nas classificações de risco varia por setor. Fonte: How environmental and climate risks and opportunities factor into corporate ratings – an update, novembro de 2017, S&P Global Ratings

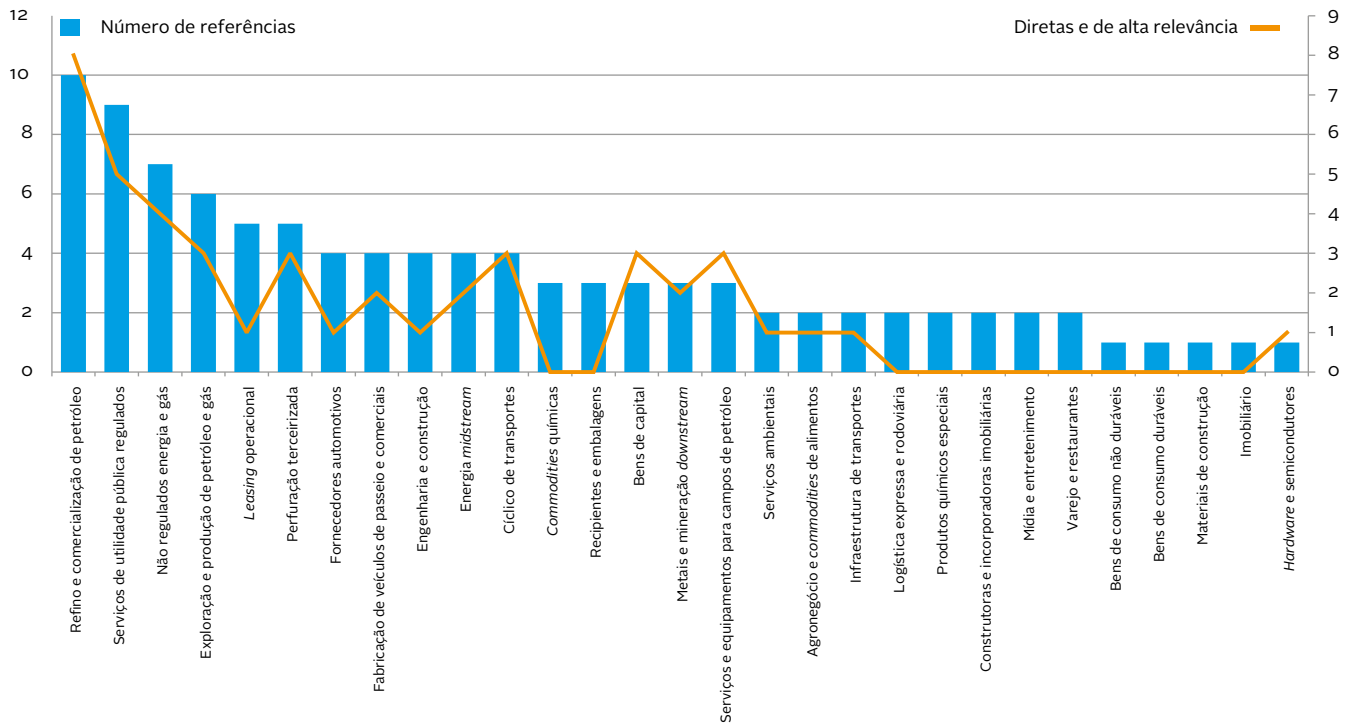


Figura 5: A relevância dos fatores sociais para o risco de crédito também varia entre as indústrias. How environmental and climate risks and opportunities factor into corporate ratings – an update, novembro de 2017, S&P Global Ratings

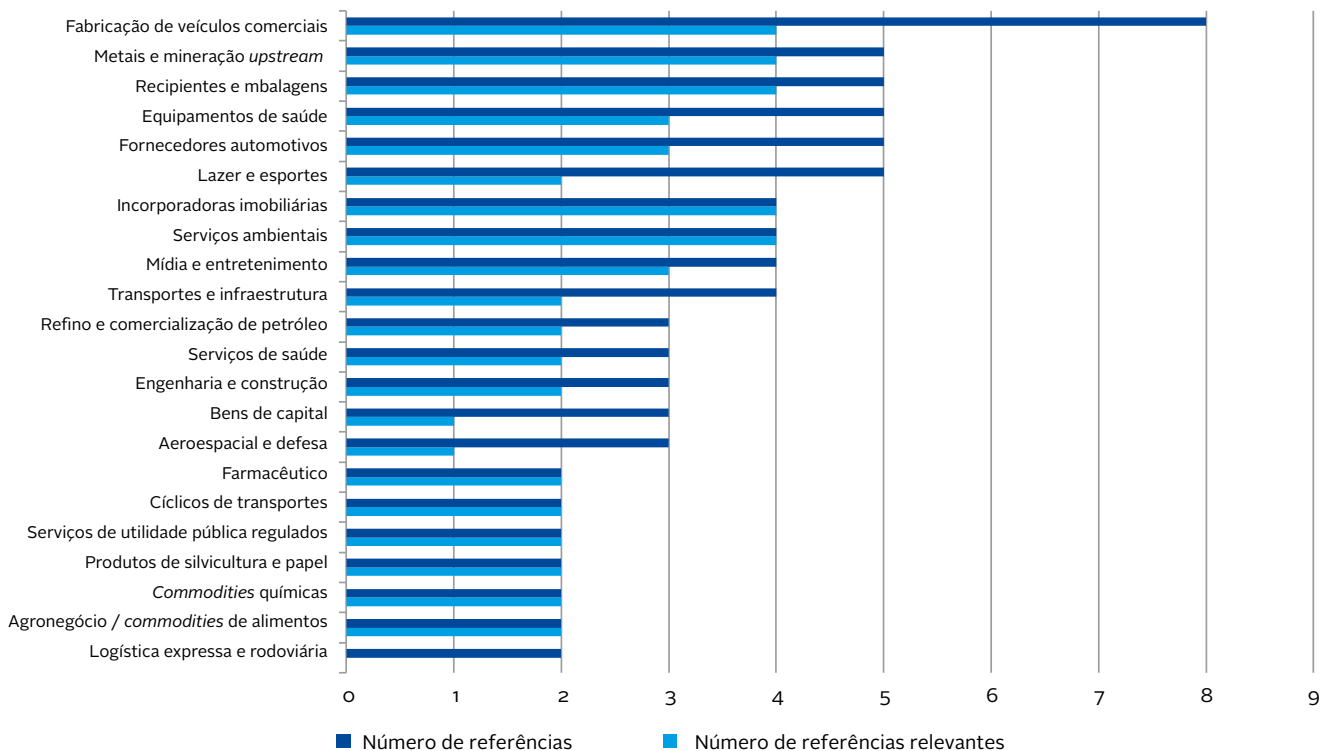


Figura 6: Ilustração de como a mudança climática pode impactar financeiramente o setor de seguros P&C (property & casualty). Fonte: 'Climate change risks outweigh opportunities for P&C (re)insurers', 15 de março de 2017, Moody's Investors Service

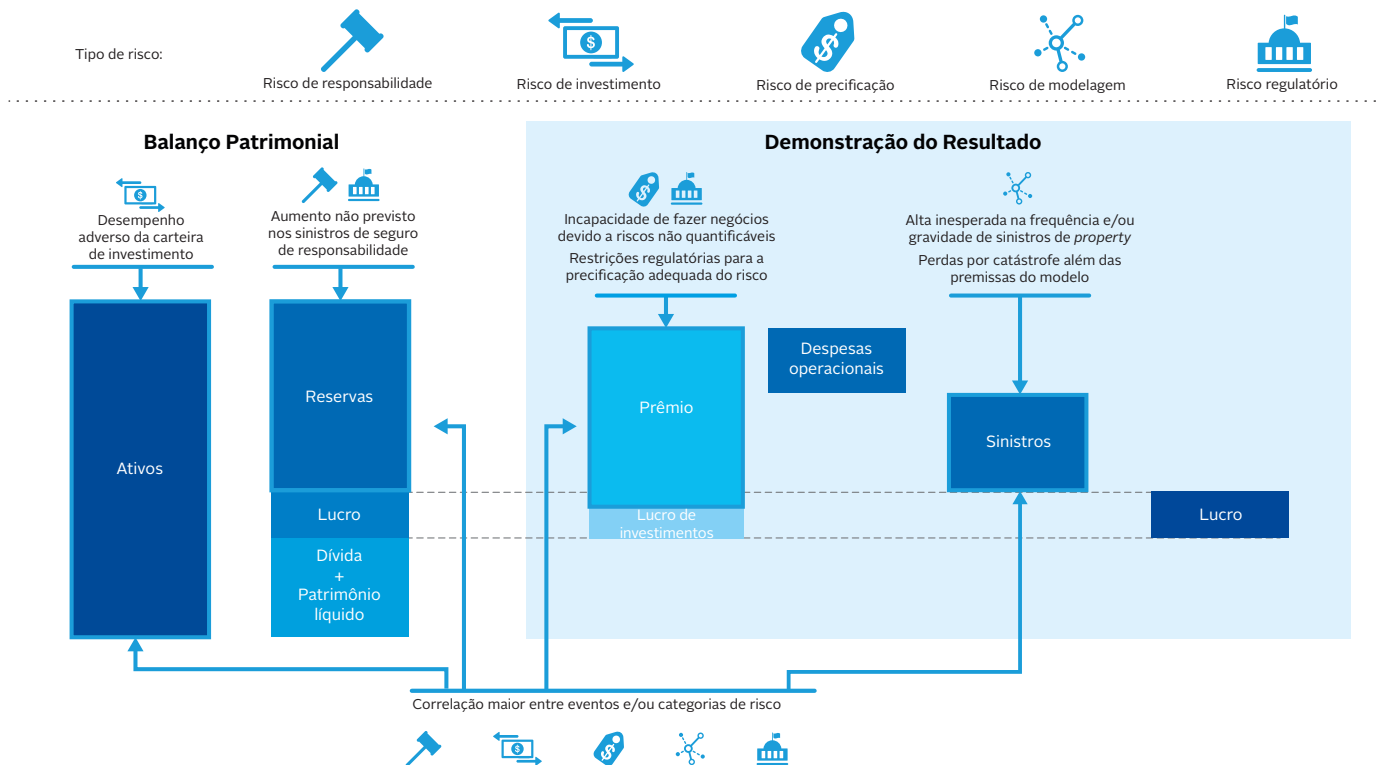
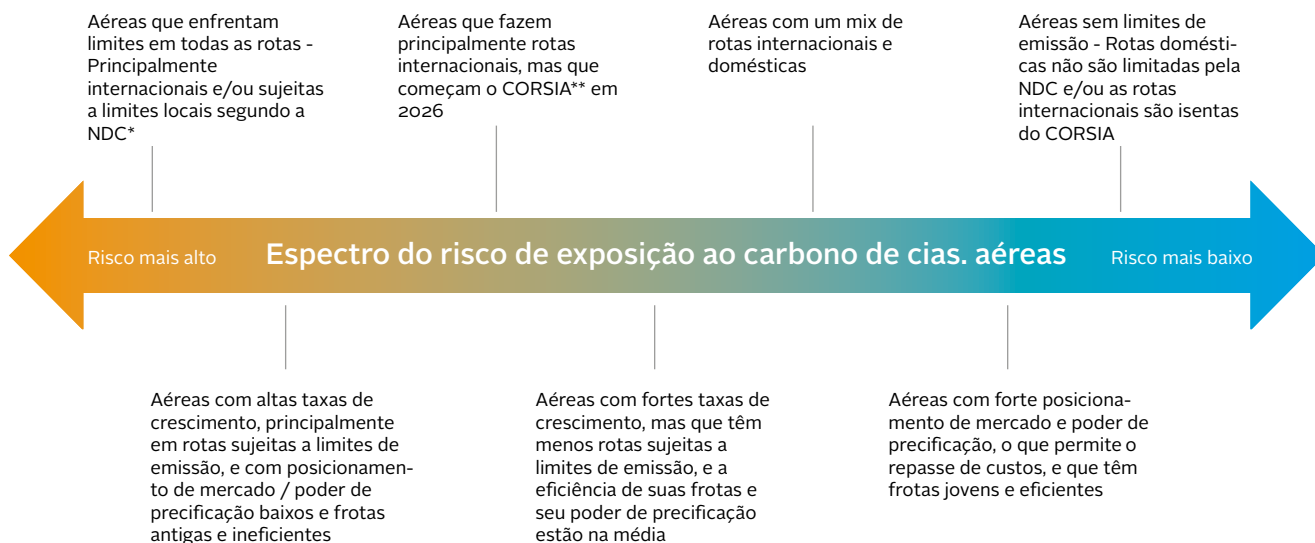


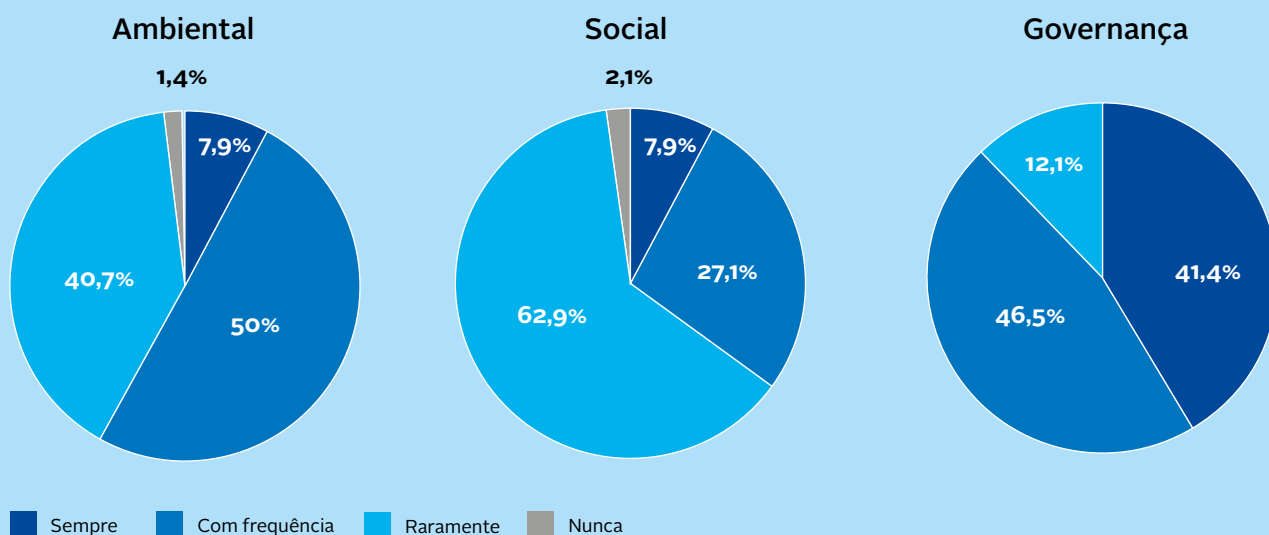
Figura 7: Mesmo dentro da mesma indústria, os riscos de exposição ao carbono podem variar por empresa. Fonte: 'Pricing power, route mix to determine credit implications of carbon transition', 18 de abril de 2018, Moody's Investors Service



* NDC: Contribuição Nacionalmente Determinada
 ** CORSIA: Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation

INSIGHTS DA PESQUISA COM INVESTIDORES

Figura 8: Frequência com que os investidores percebem que os fatores ASG impactam o risco de crédito



A governança pode ser 'preto no branco' do ponto de vista do crédito; já os fatores socioambientais não são tão claros

Gestora de ativos canadense

DESCONEXÃO 2: HORIZONTES DE TEMPO RELEVANTES A SE CONSIDERAR

PRINCIPAIS MENSAGENS:

- Os horizontes de tempo a serem considerados dependem dos objetivos de investimento e de o risco de crédito do emissor ou de uma emissão ser mensurado.
- Dependem também da visibilidade dos riscos futuros, da probabilidade de que se materializem e de impactarem o fluxo de caixa e o balanço patrimonial do emissor, além da capacidade do emissor de ajustar os modelos de negócios a riscos ASG variáveis.
- O maior desafio para os profissionais do crédito é modelar riscos ASG não financeiros e capturar a interdependência de dados.

O QUE OBSERVAMOS:

Os horizontes de tempo relevantes não são iguais.

Investidores diferentes têm objetivos diferentes, sendo que os proprietários de ativos são mais sensíveis aos riscos de longo prazo, pois tendem a comprar e manter títulos mais longos para fazer a gestão de ativos e passivos. Da mesma forma, os investidores em instrumentos de dívida privada se preocupam relativamente mais com riscos de longo prazo, pois financiam projetos de longo prazo. Os horizontes de tempo também dependem do vencimento do título e de a empresa gerar fluxo de caixa suficiente para honrar o pagamento da dívida.

O momento em que os fatores ASG impactam o risco de crédito. Os participantes disseram que alguns fatores ASG surgem gradualmente (por exemplo, como resultado da escolha de estratégias ruins ou um planejamento ruim de negócios), enquanto outros se tornam evidentes de modo inesperado em um momento específico, com repercussões significativas no mercado. Alguns fatores podem nunca se manifestar, se, por meio de engajamento, investidores apontarem as deficiências e influenciarem o curso de ação do emissor.

Pressão por mais análises prospectivas. Alguns investidores comentaram que as CRAs são muito reativas (ponto que é questionado pelas CRAs) e que os fornecedores de pontuações de sustentabilidade com frequência se baseiam em informações desatualizadas. Com isso em mente, os participantes discutiram como um exame detalhado dos fatores ASG pode promover uma abordagem mais prospectiva para a análise do risco de crédito. Entenderam que reunir mais insights sobre futuras regulações socioambientais ajuda a alavancar informações e avaliar melhor a qualidade da abordagem do emissor para a governança.

Mais do que nos riscos de curto prazo versus riscos de longo prazo, a análise precisa se concentrar no modelo de negócios

Gestora de ativos da Suécia

Riscos tradicionalmente percebidos como de longo prazo estão vindo à tona. Também houve o reconhecimento de que riscos antes considerados muito distantes para impactar de maneira relevante o fluxo de caixa do emissor e sua capacidade de financiamento agora estão mais visíveis. Por exemplo, a frequência e a magnitude dos incidentes relacionados à mudança do clima estão aumentando. Ao mesmo tempo, a exigência cada vez maior de que as abordagens de governança corporativa se alinhem à geração de valor de longo prazo está aumentando a vigilância do investidor e regulatória e, com isso, o risco de consequências para a reputação ou de preparação inadequada para mudanças em políticas públicas.

Os aspectos de relevância têm um caráter mais multidimensional na renda fixa do que na renda variável. Temos instrumentos diferentes com vencimentos diferentes, o que pode tornar um fator ASG mais ou menos relevante, a depender do prazo em que este provavelmente ocorrerá

Gestora de ativos do Reino Unido

A importância do monitoramento. Os participantes também discutiram se a frequência com que os investimentos são revisados, assim que as ameaças relevantes são identificadas, é mais importante do que o horizonte de tempo geral. Esta abordagem já é utilizada pelas CRAs que revisam todos os emissores pelo menos uma vez por ano, mas que podem monitorar com maior frequência aqueles classificados como grau especulativo, dado o seu risco mais alto. Os mercados têm a vantagem de poder reagir mais rapidamente a eventos inesperados, mas as CRAs estão relativamente mais bem posicionadas para prever certas surpresas porque se encontram com a administração dos emissores com maior frequência.

DESAFIOS

Capturar as interdependências entre dados/eventos/horizontes de tempo. As conversas revelaram a dificuldade generalizada entre os participantes de entender a melhor forma de se considerar a interação entre os seguintes fatores (Figura 9):

- 1) as forças que direcionam os riscos ASG (tendências estruturais que tipicamente têm natureza de longo prazo);
- 2) a probabilidade de que incidentes ASG se materializem na forma de choques (que normalmente ocorrem em um momento específico);
- 3) o risco de recorrência de perigos ASG; e
- 4) seu impacto no perfil de crédito do emissor.

Modelar os riscos ASG. Esta modelagem não é fácil para a comunidade da renda fixa, que normalmente depende de *back-testing*. Pode ser que não haja dados ASG anteriores, ou que estes dados não tenham sido fornecidos ou divulgados com regularidade ou em uma base comparável — e, mesmo que existam, podem não ter sido “precificados” anteriormente. Modelar a não-linearidade dos riscos ASG e capturar a interdependência de dados também é um desafio.

Incrementar a estratégia e a análise de cenários. Com base nas recomendações da TCFD, os participantes discutiram os benefícios da análise de cenários (para o planejamento estratégico e o gerenciamento de riscos) (Figuras 10-11). No entanto, verificar a plausibilidade e quantos cenários considerar foram citados como pontos de preocupação em relação à análise de cenários. Como os investidores, as CRAs e os emissores de dívida esperam uma análise de cenários, outro aspecto a ser considerado é como garantir a consistência necessária para a comparabilidade entre pares.

Avaliar riscos de refinanciamento. Isso é fundamental para investidores em renda fixa de longo prazo, pois a capacidade de financiamento do emissor pode ser afetada por mudanças de mercado, regulatórias ou em políticas públicas. Os participantes acreditam que um custo de capital mais elevado pode ter um impacto negativo no perfil de crédito do emissor. Portanto, quanto mais longo for o vencimento do título, mais importante será que os profissionais adotem uma abordagem holística para a avaliação de risco e se concentrem na sustentabilidade do modelo de negócios do emissor.

Figura 9: Avaliação dos riscos ASG e dos horizontes de tempo relevantes para o crédito. Fonte: Discussões nas mesas-redondas do PRI

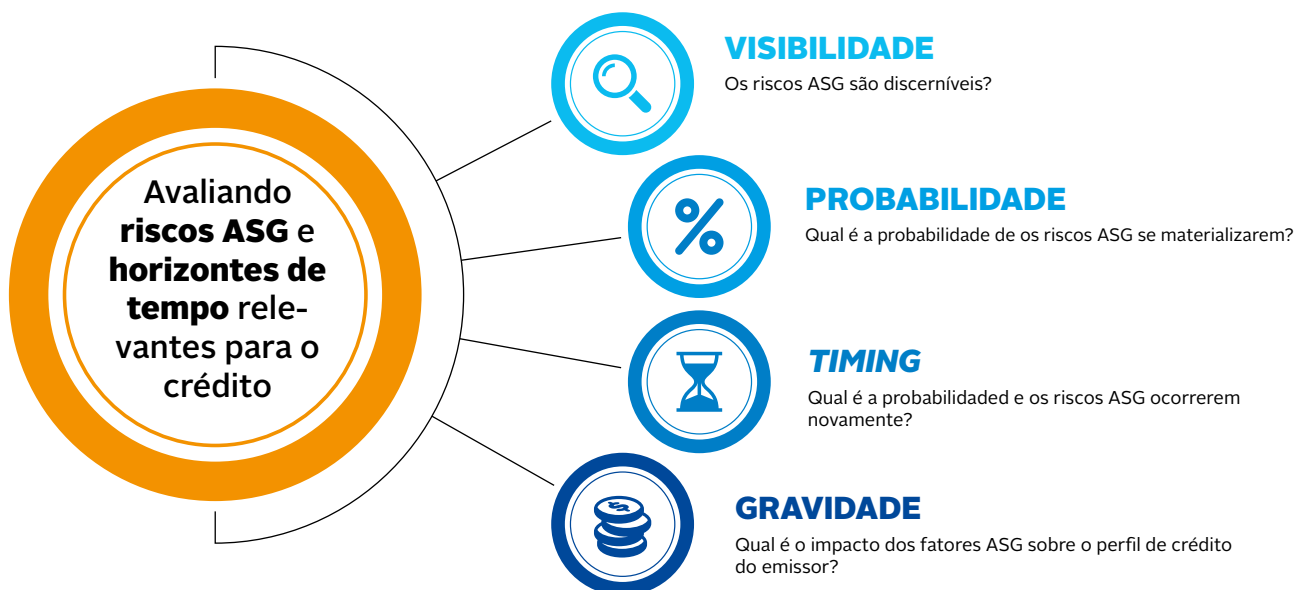
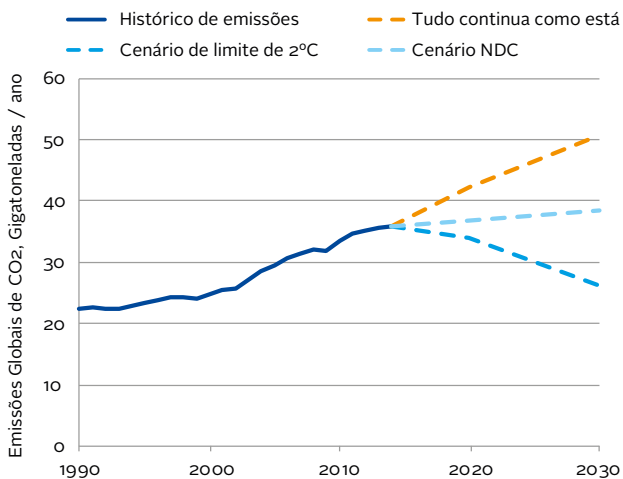


Figura 10: As premissas de base subjacentes às análises das CRAs estão ficando mais claras. Fonte: 'Carbon transition raises risks for steelmakers but effects will vary widely', 20 de março de 2018, Moody's Investors Service

Nosso caminho de emissões de carbono está em linha com os compromissos do país no Acordo de Paris

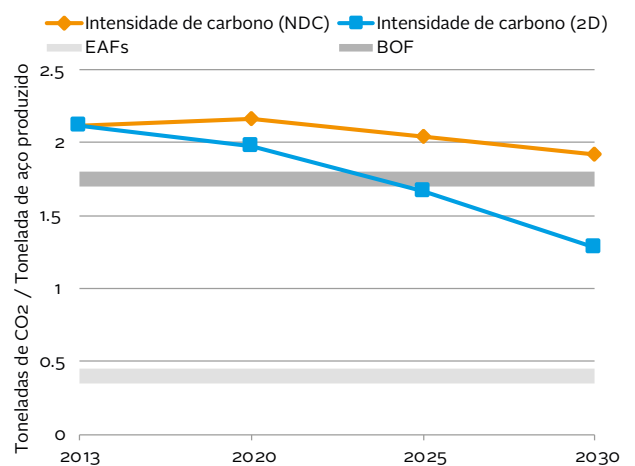
Estimativas e emissões globais de CO₂



NDC, ou Contribuição Nacionalmente Determinada, assumida no âmbito do Acordo de Paris. Fontes: Moody's Investors Service, Carbon Dioxide Information Analysis Centre, IEA

Caminhos das emissões de CO₂ para o setor siderúrgico

Somente emissões de Escopo 1



BOF-forno de conversão a exigênio/EAF-forno elétrico a arco. As emissões de Escopo 1 são emissões diretas de fontes de propriedade da empresa ou controladas por ela. Fontes: Transition Pathways Initiatives, IEA Clean Coal Centre, IEA, Moody's Investors Service

Figura 11: Os resultados das análises de sensibilidade e de cenários trazem informações sobre a qualidade futura de crédito. Fonte: 'Credit FAQ - how the recommendations of the TCFD may figure into our ratings', 16 de agosto de 2017, S&P Global Ratings

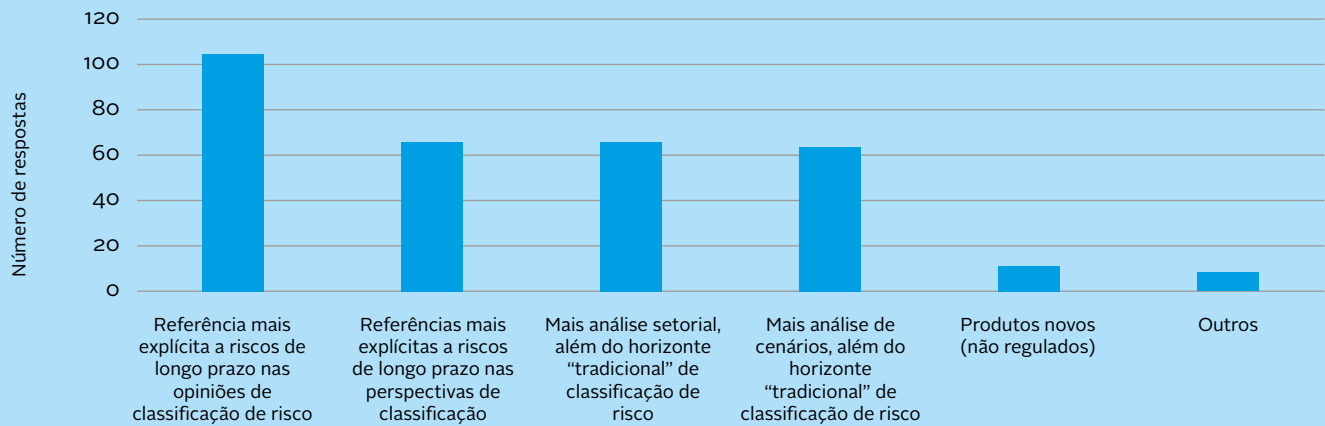


A análise de cenários é uma ferramenta para as empresas explorarem, de forma estruturada, possíveis eventualidades que sejam diferentes das usuais, e avaliarem como suas estratégias podem se comportar nas circunstâncias propostas pelo cenário. O indicador recomendado (c) da Estratégia TCFD e as orientações relacionadas pedem que as organizações descrevam a resiliência de suas estratégias, considerando diferentes cenários de mudança climática, incluindo um cenário de 2°C ou menos. Esta é a recomendação que recebeu mais atenção até o momento, pois é um indicador prospectivo que se afasta das divulgações convencionais de emissões de gases de efeito estufa de anos anteriores.



INSIGHTS DA PESQUISA COM INVESTIDORES

Figura 12: Para enfrentar o desafio inerente à natureza de longo prazo de alguns riscos ASG e ao horizonte de tempo de uma classificação de risco “tradicional”, você acha que as CRAs devem expressar suas visões por meio de...



As CRAs devem sinalizar melhor os riscos ASG de longo prazo nas opiniões de classificação de risco

Gestora de ativos da Suécia

DESCONEXÃO 3: ABORDAGENS ORGANIZACIONAIS PARA A CONSIDERAÇÃO DE FATORES ASG

PRINCIPAIS MENSAGENS:

- Os investidores e as CRAs reconhecem que estão na fase inicial de formalização de uma abordagem sistemática para consideração de fatores ASG.
- A adesão da alta administração é fundamental.
- Aprimorar o conhecimento e a expertise, bem como superar a inércia interna, são grandes desafios.

O QUE OBSERVAMOS:

As CRAs tradicionais estão passando por importantes mudanças organizacionais. A responsabilidade e a coordenação dos esforços para divulgar e refletir melhor os aspectos ASG em pesquisas, classificações e análises não cabem mais a apenas uma ou algumas poucas pessoas em todo o mundo. Pelo contrário, é um tema que está na pauta de comitês diretores, grupos de trabalho e equipes ou departamentos dedicados à análise. Este movimento não se limita às maiores CRAs, que estão atuando com rapidez, mas também está sendo observado entre alguns participantes menores (Figuras 14-16).

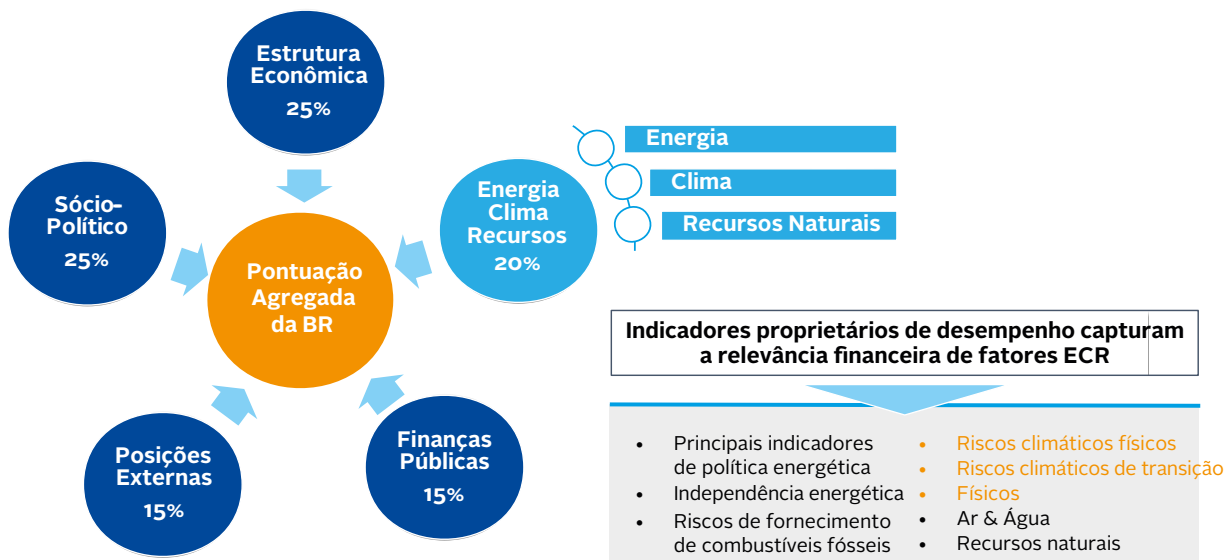
As CRAs estão ampliando sua expertise em ASG. Este esforço inclui o treinamento de analistas em fatores ASG relevantes, o que CRAs como a Japan Credit Rating Agency, a Moody's Investors Service e a S&P Global Ratings já começaram a fazer, ao contratar especialistas em questões ambientais, sociais ou de governança⁸ e prestadores de serviços especializados⁹.

O cenário das CRAs está evoluindo. Novos atores estão começando a fazer avaliações dedicadas de risco ASG ou análises aprimoradas do perfil de crédito. Por exemplo, a Beyond Ratings, que se concentra no risco de crédito soberano, presta serviços de investigação aprofundada do capital natural (Figura 13)¹⁰. A Spread Ratings é especializada em empresas europeias de médio porte emissoras de dívidas e recentemente passou por uma fusão com a Ethifinance para prestar serviços de classificação de risco com base em informações financeiras e não financeiras¹¹.

A consideração de fatores ASG começou com o *screening* negativo e hoje está incorporada em todos os nossos investimentos

Gestora de ativos francesa

Figura 13: Cinco pilares analíticos para a avaliação do risco de crédito soberano, incluindo questões de capital natural. Fonte: Beyond Ratings



8 Consulte, por exemplo, o [release para a imprensa](#) 'Moody's hires carbon and corporate governance experts to join its ESG team', de 28 de fevereiro de 2018.

9 Por exemplo, a aquisição da Trucost pela S&P Global Dow Jones Indices, divisão da S&P Global, [release para a imprensa](#) de 3 de outubro de 2016.

10 Nota: A Beyond Ratings ainda não é uma CRA registrada, mas já fez o cadastro na ESMA. Como seu foco é o risco de crédito soberano, os insights obtidos com a metodologia da Beyond Ratings e exemplos de classificação de risco serão abordados na Parte 3 da série.

11 Spread Ratings é a marca sob a qual a Spread Research — pessoa jurídica registrada na ESMA desde 2013 — opera suas atividades de classificação de risco. Tanto a Beyond Ratings como a Spread Ratings são signatárias do ESG in Credit Ratings Statement do PRI.

Há um maior conhecimento de ASG e também uma sensibilidade mais alta, porque os clientes estão exigindo cada vez mais

Gestora de ativos canadense

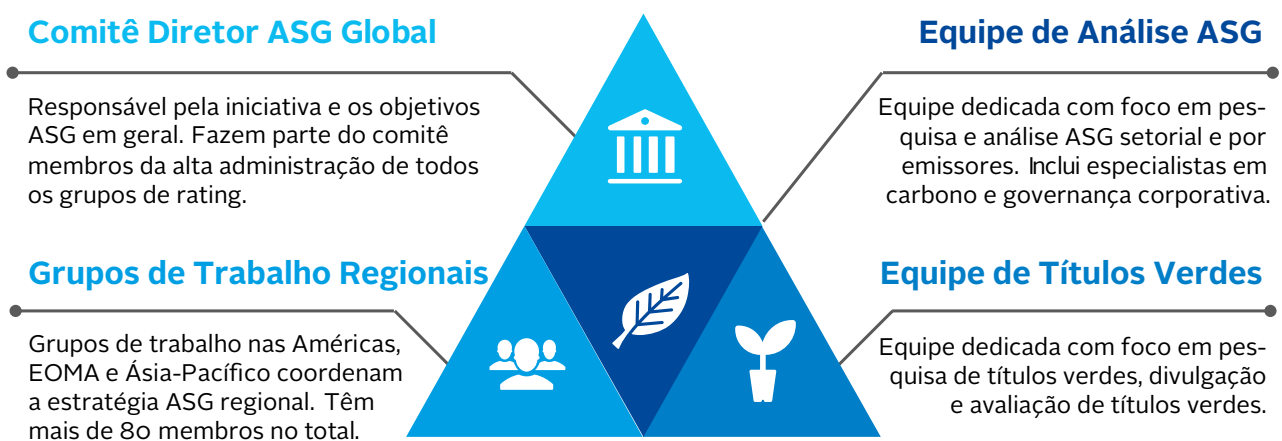
Investidores em renda fixa estão canalizando mais recursos para a consideração de fatores ASG. As mesas-redondas confirmaram o achado da Parte 1 de que os recursos estão sendo ampliados, inclusive em capital humano. O nível do interesse observado nas mesas-redondas mostrou que os investidores têm vontade de aprender.

A alocação mista de ativos parece ser uma vantagem. Os investidores com ativos alocados tanto em renda variável como renda fixa progrediram mais. Isto aconteceu porque 1) há sinergias, uma vez que o engajamento com emissores pode ser facilitado pela equipe de renda variável; e 2) o risco de crédito é considerado um risco de contraparte.

A adesão da alta administração é fundamental. O nível de participação das CRAs e seu apoio às mesas-redondas reforçam as mudanças a este respeito. Para os investidores, observou-se que, embora analistas de crédito e gestores de carteira de renda fixa possam ter, individualmente, atitudes ou sensibilidades diferentes em relação a fatores ASG, o processo de integração é mais rápido e sistemático quando as mudanças vêm de cima.

Processo evolutivo. A capacitação de profissionais e o estabelecimento de novas políticas podem levar muito tempo e podem ser implementados em etapas. Alguns dos investidores mais avançados compartilharam suas experiências, que em geral tiveram início no investimento baseado em regras ou governado por valores éticos, mas que hoje está se tornando holístico e integrado aos investimentos convencionais.

Figura 14: Estrutura organizacional ASG global da Moody's. Fonte: Moody's Investors Service



Não existe um modelo ou uma abordagem ideal para o ASG. É importante considerar fatores culturais e organizacionais: é provável que uma seja necessário combinar abordagens *top-down* e *bottom-up*

Gestora de ativos do Reino Unido

Figura 15: A equipe de finanças sustentáveis da S&P Global Ratings é integrada à estrutura organizacional da empresa. Fonte: S&P Global Ratings

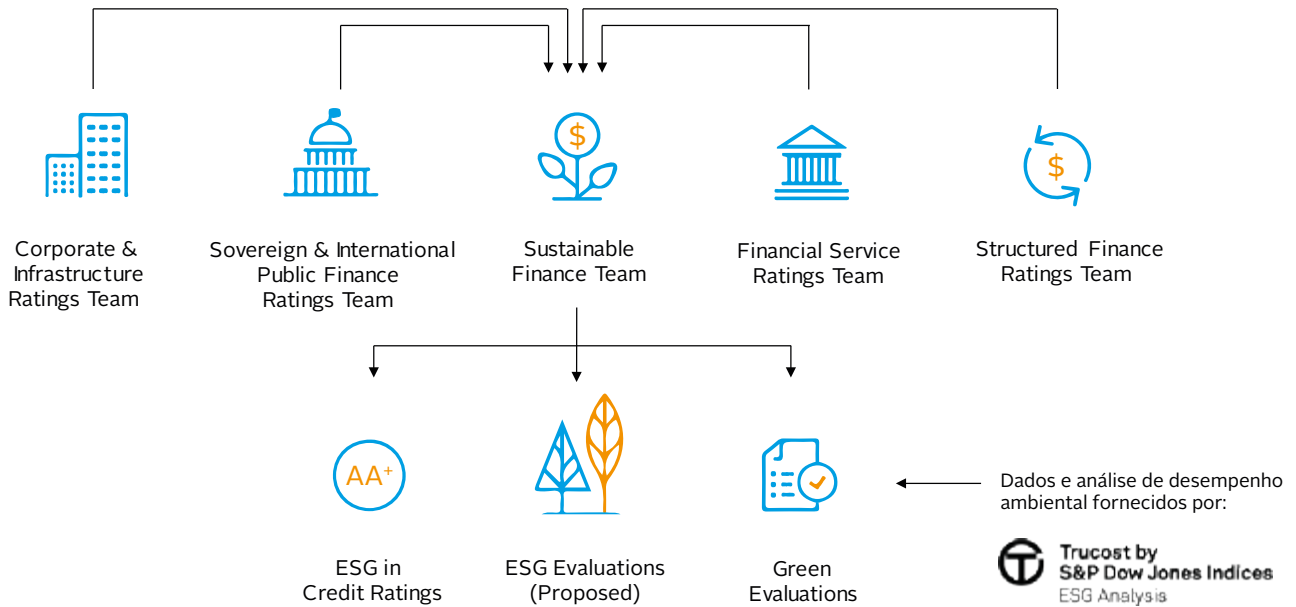


Figura 16: Colaboração interdisciplinar com relevância para todas as empresas do Grupo Scope. Fonte: Scope Ratings AG

ASG	ASG	ASG	ASG
<p>SCOPE RATINGS</p> <p>CLASSIFICAÇÕES DE RISCO DISPONÍVEIS PARA O PÚBLICO</p> <ul style="list-style-type: none"> Empresas Instituições financeiras Project finance Financiamento público Financiamento estruturado <p>DISPONÍVEIS POR ASSINATURA</p> <ul style="list-style-type: none"> Classificações de risco não disponíveis para o público Estimativas de crédito Serviços de avaliação da classificação 	<p>SCOPE RISK SOLUTIONS</p> <p>MODELOS DE CRÉDITO & AVALIAÇÕES DE CRÉDITO</p> <ul style="list-style-type: none"> Dados & múltiplos financeiros ajustados Modelos de crédito Plataforma de fluxo de trabalho para avaliação de crédito Desenvolvimento & validação de modelos Pesquisa de crédito por mandato Treinamento em crédito & Soluções sob medida 	<p>SCOPE ANALYSIS</p> <p>ANÁLISE DE FUNDOS MÚTUOS</p> <ul style="list-style-type: none"> Classificação de fundos de investimento Avaliação de emissores de certificados Classificação de gestores de ativos Estudos de alocação de ativos <p>ANÁLISE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVOS</p> <ul style="list-style-type: none"> Fundos imobiliários Fundos de transporte aéreo & marítimo Fundos de infraestrutura & energia Classificação de gestores de ativos <p>ANÁLISE DE DADOS DO MERCADO</p> <p>ESTUDOS DE MERCADO & SETORIAIS</p>	<p>SCOPE INVESTOR SERVICES</p> <p>SERVIÇOS DE ESTRATÉGIA DE CARTEIRA</p> <ul style="list-style-type: none"> Estratégias de investimento Monitoramento de investimento <p>SERVIÇOS DE SELEÇÃO</p> <ul style="list-style-type: none"> Seleção de gestores Seleção de fundos <p>PESQUISA DE MERCADO</p> <ul style="list-style-type: none"> Dados de mercado Avaliações

DESAFIOS

Treinar analistas nas habilidades relevantes. Embora investidores e CRAs estejam aprimorando sua expertise e seus recursos, a competência necessária para garantir que os analistas de crédito incorporem os fatores ASG de forma sistemática ainda está sendo trabalhada. Foram consideradas diferentes abordagens, incluindo a formação de expertise dentro da empresa, a internalização de especialistas e a terceirização em casos específicos.

Superar a inércia. Investidores institucionais relativamente jovens (em termos de maturidade e nível de experiência) podem já chegar no mercado com um mandato, uma missão ou uma oferta de produto ASG. Para estes investidores, pode ser mais fácil construir novos modelos de precificação do que modificar as metodologias convencionais já existentes. Organizações mais maduras podem ter mais recursos, mas podem achar mais difícil quebrar barreiras e superar o desafio do trabalho em silos organizacionais quando não há adesão da alta administração.

Incentivar e recompensar os analistas que mais destravam valor ASG. Observou-se que analistas de crédito são recompensados por ideias, enquanto gestores de carteira são recompensados por desempenho. Estas duas posições enfrentam desafios com relação à consideração de fatores ASG, pois pode levar décadas para que as estratégias corporativas produzam resultados tangíveis (tanto positivos quanto negativos) ou para eventos explosivos se materializarem. Além disso, nem sempre se reconhece de imediato o bom profissional que olha para o futuro.

Responder à demanda cada vez maior dos clientes. Outro grande desafio é como responder à demanda cada vez maior dos clientes por conformidade dos investimentos com o ASG. A tarefa que os profissionais enfrentam agora é atender a esse pedido não somente com ofertas mais amplas de produtos, mas ao mesmo tempo demonstrando a integração ASG nas decisões de investimento convencional. Os gestores de ativos também devem apresentar um framework que sirva como diferencial e vantagem competitiva.

INSIGHTS DA PESQUISA COM INVESTIDORES

Figura 17: Quais são os três direcionadores mais importantes para a incorporação de fatores ASG na análise do risco de crédito?

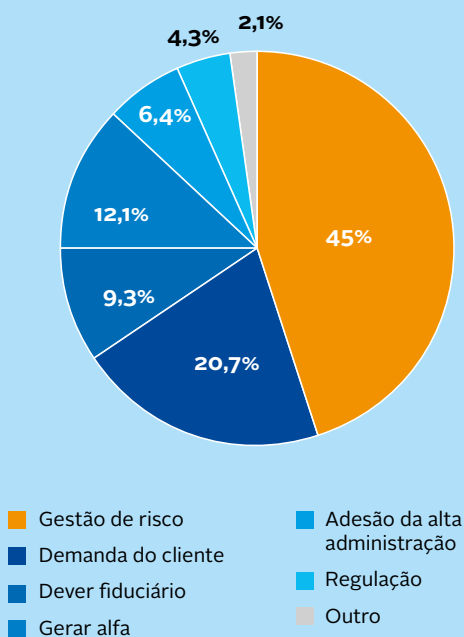
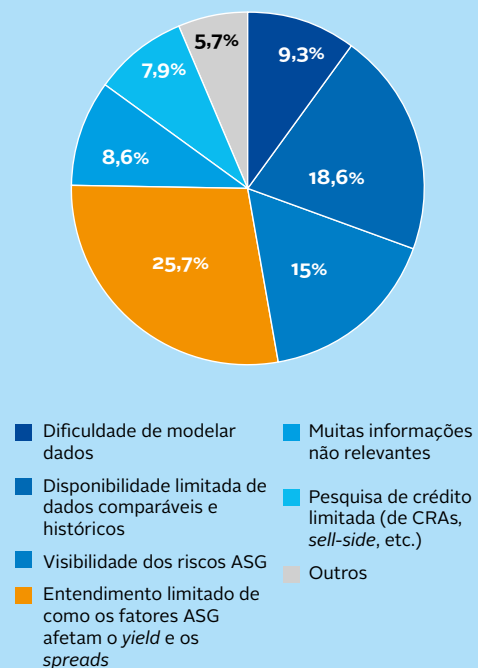


Figura 18: Quais são as três principais barreiras para a integração de fatores ASG na análise do risco de crédito?



DESCONEXÃO 4: COMUNICAÇÃO E TRANSPARÊNCIA

PRINCIPAIS MENSAGENS:

- Embora os esforços pela transparência estejam crescendo, os investidores e as CRAs reconhecem que ainda há espaço para melhorias na comunicação.
- Divulgação e engajamento estão se tornando uma prática mais comum, mas este movimento é recente, já que a maioria dos investidores em renda fixa começou a considerar os fatores ASG formalmente há pouco tempo.
- Uma abordagem em que os fatores ASG estejam incorporados na análise do risco de crédito é mais alinhada com a integração, mas parece mais difícil de demonstrar do que uma abordagem de complementação.

O QUE OBSERVAMOS:

A maioria dos investidores desconhecia os esforços das CRAs nos últimos anos para melhorar a transparência.
Elas produzem:

- **Publicações:** As CRAs vêm publicando trabalhos de pesquisa relacionados a ASG e notas para mostrar como os fatores ASG aparecem em sua metodologia — principalmente desde 2015, que foi um ponto de virada na sensibilidade dos investidores e das CRAs à consideração de fatores ASG (provavelmente intensificada pela assinatura do Acordo de Paris COP21). Esse movimento se intensificou desde a assinatura do ESG in Credit Ratings Statement do PRI (Figuras 19-20)¹².
- **Páginas web dedicadas:** Facilitam a disseminação de pesquisas e metodologias relacionadas ao ASG e exibem as competências aprimoradas que as CRAs estão adquirindo nesta área¹³.

Poucos investidores fizeram engajamento com CRAs especificamente para questões ASG antes dos eventos do PRI, o que provavelmente reflete o fato de que este tema sempre teve uma prioridade relativamente baixa na análise do risco de crédito. Como resultado, a divulgação das CRAs para os investidores tem sido limitada até agora. As discussões também revelaram que o engajamento de investidores para temas ASG com emissores de dívida geralmente é ruim.

É preciso que haja mais discussões. A articulação nas mesas redondas sobre como os fatores ASG impactam o risco de crédito está ajudando a promover a reflexão sobre este tema entre profissionais do crédito. Para alguns investidores, o compartilhamento de práticas e desafios está ajudando a estruturar debates dentro das empresas, além de fazer com que questionem mais sobre fatores ASG.

Figura 19: Publicações da Moody's relacionadas a ASG desde 2015. Fonte: Moody's Investors Service



¹² Nota: Nos anexos, o número de relatórios da Moody's Investors Service e da S&P Global Ratings não são estritamente comparáveis porque as duas CRAs podem ter critérios diferentes para categorizar o ASG ou publicações relacionadas à sustentabilidade.

¹³ Consulte, por exemplo, [Moody's Investors Service](#), [Rating Agentur Expert Europe](#) e [S&P Global Ratings](#). Esta última também lançou uma página dedicada explicando a [abordagem da S&P Global Ratings para avaliar o ASG nas classificações de risco](#). Note-se que a [Fitch Ratings](#) ainda não assinou a declaração do PRI, mas também criou uma página dedicada na internet.

DESAFIOS

Barreiras de linguagem. O ASG se tornou uma sigla fácil e sucinta para descrever riscos financeiros não tradicionais, mas engloba vários fatores que muitas vezes não são rotulados desta forma ou são difíceis de categorizar. Os fatores ASG também podem ter significados diferentes dependendo das regiões onde são analisados. Os participantes reconheceram que pode demorar até que haja concordância sobre a terminologia e que é preciso discutir mais sobre o assunto.

Abordagens de complementação versus integração. Os méritos e as limitações das duas abordagens foram bastante discutidos (Figura 21). A abordagem de complementação é mais visível, mas traz o risco da “dupla contagem” ou de evoluir para uma avaliação ASG que já seja realizada por terceiros. A abordagem em que os fatores ASG são ‘embutidos’ é mais difícil de demonstrar, mas é mais alinhada com a integração ASG.

Seção dedicada nas opiniões de classificação. Esse ponto foi amplamente discutido, e vários investidores solicitaram esta seção dedicada para evitar problemas de dupla contagem em suas próprias análises. As CRAs não rejeitaram a ideia. No entanto, apontaram que os fatores ASG são considerados em vários estágios e por meio de diferentes pilares de seu framework de crédito. Além disso, as questões variam entre regiões e setores. Por fim, se não forem relevantes para a classificação, explicar por que os fatores ASG não foram considerados pode alongar a opinião de classificação desnecessariamente.

Análise de cenários e testes de estresse. Também foram considerados como ferramentas para aumentar a transparência e esclarecer a lógica por trás das opiniões de classificação, já que os investidores cada vez mais desejam compreender como considerar fatores ASG influenciou (ou não) a formulação destas opiniões. No entanto, conforme já destacado na seção anterior sobre horizontes de tempo, essas soluções servem como orientação em relação ao risco, mas deixam a desejar em consistência e comparabilidade.

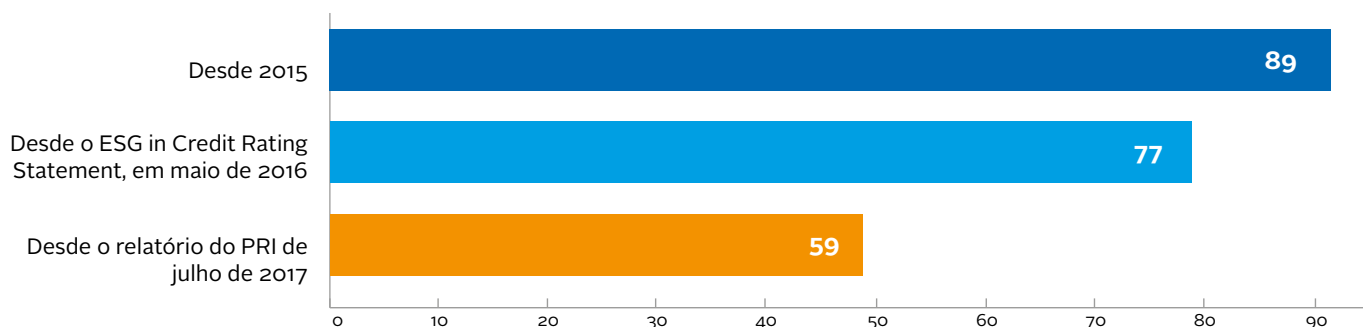
O risco de que a consideração de fatores ASG se torne um *check-list*. Alguns participantes demonstraram preocupação com o fato de que gastar tempo analisando fatores ASG que não são relevantes adicionaria uma camada administrativa onerosa ao processo, em vez de facilitar a tomada de decisão de investimento.

Como conscientizar quem não é signatário do PRI. Os signatários do PRI são relativamente mais sensíveis aos fatores ASG, mas muitos investidores da renda fixa ainda são céticos e não enxergam nenhum benefício na análise ASG. Alguns investidores levantaram a questão de como ampliar a conscientização e defenderam a realização de mais pesquisa acadêmica e de mercado para demonstrar sua relevância¹⁴.

Não queremos uma classificação separada para ASG — queremos que os fatores ASG sejam parte integrante da classificação de risco, e queremos transparência sobre a relevância dos fatores ASG para a classificação

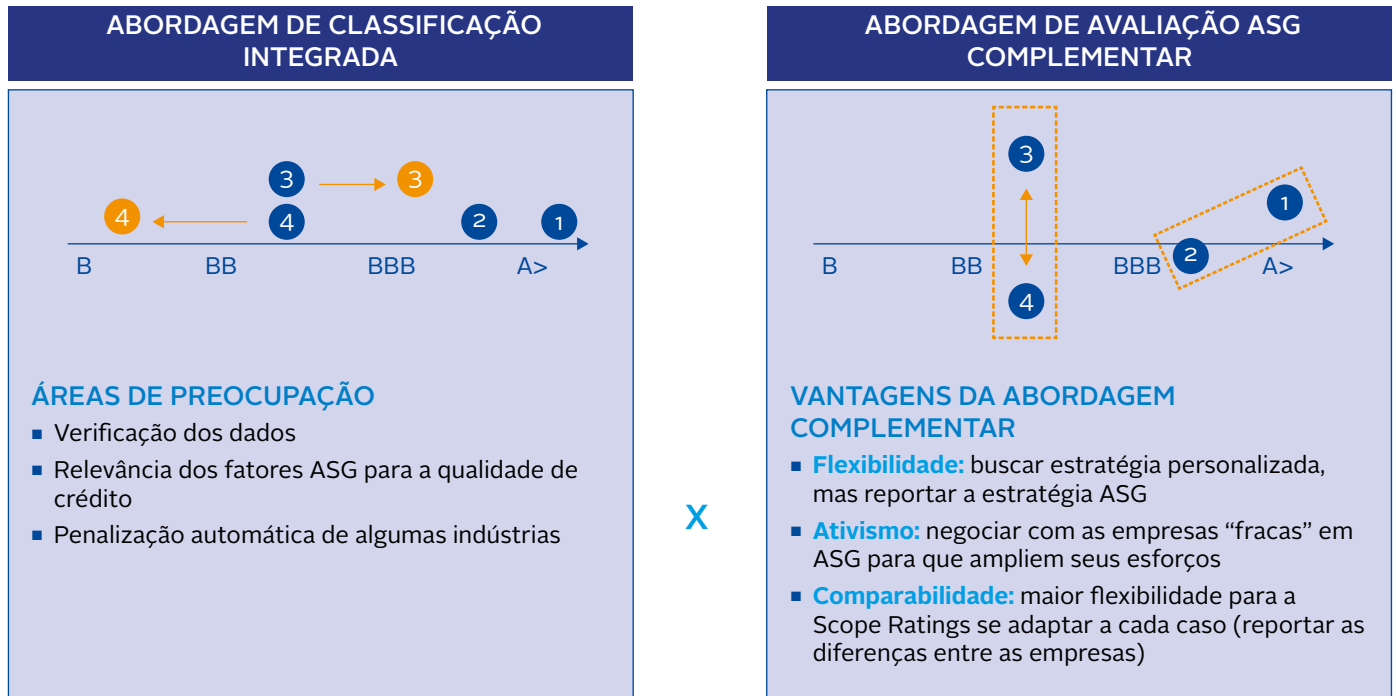
Gestora de ativos do Reino Unido

Figura 20: Número de artigos publicados pela S&P Global Ratings sobre temas relacionados a sustentabilidade desde 2015. Fonte: S&P Global Ratings



¹⁴ Em [Uma mudança de percepção: ASG, risco de crédito e classificação de risco – parte 1: o cenário atual](#), extrapolamos os pontos-chave das publicações disponíveis, mas também destacamos que a pesquisa acadêmica e de mercado sobre fatores ASG e perfil de crédito é limitada e atrasada em relação à pesquisa que explora as conexões entre fatores ASG e renda variável.

Figura 21: Abordagem de complementação versus integração de fatores ASG nas classificações de risco. Fonte: Scope Ratings AG



Precisamos de abordagens tanto qualitativas como quantitativas: no final das contas, são os analistas que dão a última palavra sobre a avaliação prospectiva do risco

Gestora de ativos francesa

As CRAs deveriam ter uma seção separada sobre ASG dentro das opiniões de classificação

Gestora de ativos holandesa

INSIGHTS DA PESQUISA COM INVESTIDORES

Figura 22: Você sabe que as CRAs publicaram pesquisas sobre ASG?

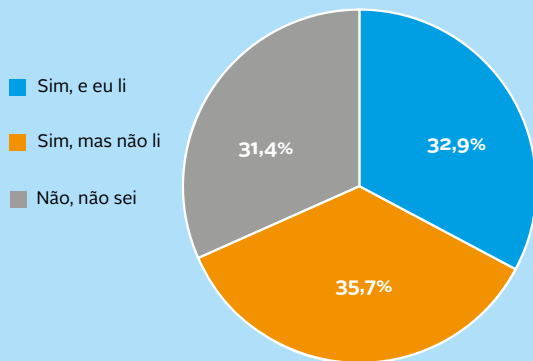


Figura 23: Caso saiba, mas não tenha lido, foi porque...

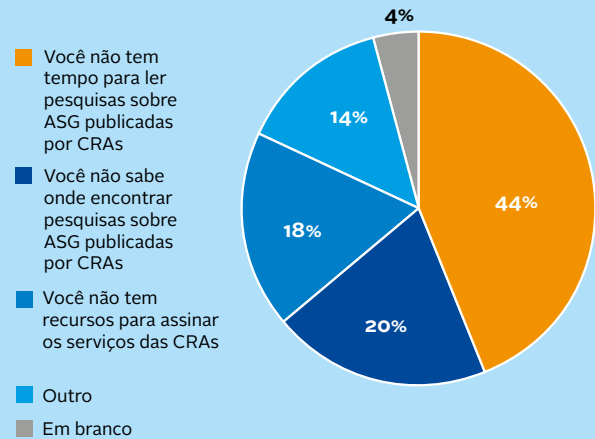


Figura 24: Você sabe como as CRAs incorporam fatores ASG em suas metodologias de classificação?

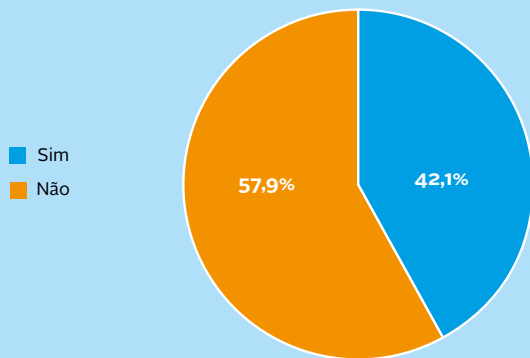
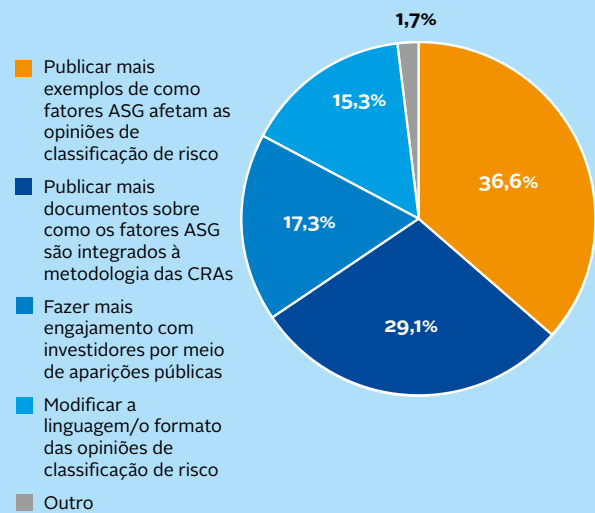


Figura 25: Para ampliar a transparência e a comunicação sobre fatores ASG na análise do risco de crédito, você acha que as CRAs deveriam...



Queremos ver mais exemplos de mudanças em classificações de risco

Gestora de ativos da Suécia

PRÓXIMOS PASSOS

Embora ainda seja muito cedo para identificar soluções para os problemas que investidores e CRAs enfrentam com mais frequência ao incorporar fatores ASG na análise do risco de crédito, já existem oportunidades mais maduras para serem mais bem trabalhadas.

As mesas-redondas até agora apenas tocaram a superfície de uma área que merece ser investigada com muito mais profundidade. Os participantes pediram sessões mais focadas — por tipo de emissor (p.ex., soberanos e empresas), por subclasses de ativos (p.ex., grau de investimento, *high yield* e mercados emergentes) e por setor — e com uma gama maior de stakeholders, incluindo emissores de títulos e prestadores de serviços ASG.

Estamos fazendo a cirurgia sem o paciente, ou seja, o emissor

Gestora de ativos dos EUA

Os fóruns também revelaram que os participantes do mercado ainda se confundem bastante sobre o propósito da análise ASG no risco de crédito e sobre conceitos básicos, mas importantes, como as diferenças entre a consideração de fatores ASG nas classificações de risco e a avaliação ASG feita por provedores de pontuação ASG¹⁵. Na verdade, as duas ferramentas podem ser complementares para os investidores, mas são distintas:

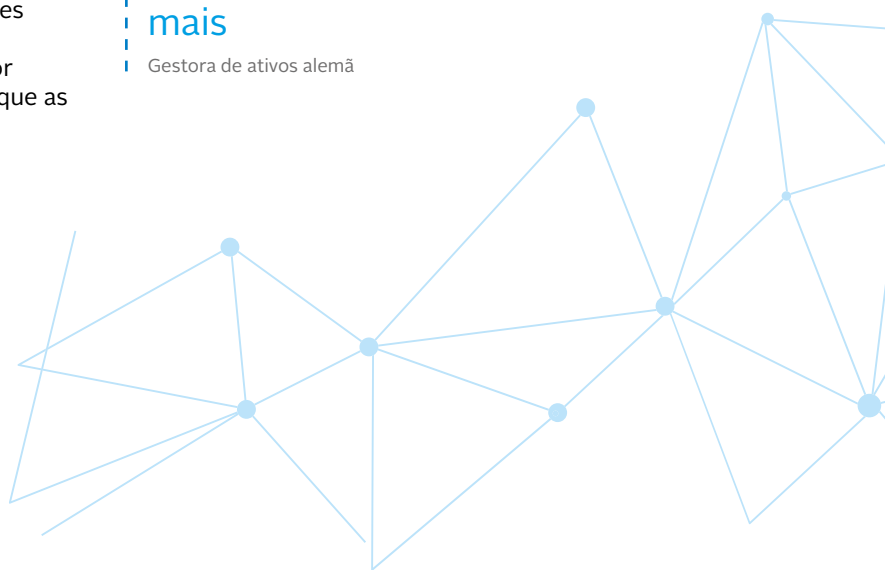
- Classificações de risco são opiniões sobre o perfil relativo de crédito de um emissor ou de uma emissão de dívida com base na probabilidade de default e no prejuízo financeiro em caso de default. Estas opiniões são formadas com base em análises qualitativas e quantitativas e em juízo analítico. São fornecidas por CRAs (geralmente pagas por um emissor de dívida que as contrata) e são produtos regulamentados.

- As pontuações ASG avaliam o emissor (seja de títulos ou renda variável) de acordo com sua exposição e seu desempenho relativo a fatores ASG e em comparação com seus pares. São indicadores quantitativos, geralmente compilados por prestadores de serviços terceirizados (normalmente remunerados por investidores) e não são produtos regulamentados¹⁶. São um material importante para que os investidores tomem decisões bem fundamentadas. No entanto, ao contrário das classificações de risco, não capturam o impacto dos fatores ASG no perfil geral de crédito do emissor nem em seu balanço e fluxo de caixa.

Essa distinção é importante, pois mostra em que as CRAs deveriam se concentrar. Parece que os investidores esperam uma opinião sobre a qualidade das informações ASG fornecidas pelas empresas, mas isto está além da competência institucional das CRAs. No entanto, é importante ressaltar que o objetivo das CRAs não é fornecer certificação ASG, nem oferecer consultoria de investimento. Em vez disso, o foco da classificação de risco é o perfil relativo de crédito do emissor, avaliado através de sua capacidade de captação e de sua geração de fluxo de caixa e da análise sobre se isso é suficiente para honrar o compromisso da dívida, inclusive no resgate — total e dentro do prazo. Dito isso, as CRAs devem continuar trabalhando para tornar os fatores ASG mais explícitos nas opiniões de classificação de risco e para ampliar suas análises para incluir novos riscos — conforme os fatores ASG sejam ou se tornem relevantes para o perfil de crédito.

Os dados não financeiros não são auditados... é preciso regulamentar mais

Gestora de ativos alemã



¹⁵ As pontuações ASG também são conhecidas no mercado como classificações ASG ou de sustentabilidade.

¹⁶ No entanto, as CRAs também começaram a oferecer pontuações de sustentabilidade — que são diferentes das classificações de risco tradicionais — e estas podem ser regulamentadas.

PERGUNTAS COM MAIS NUANCES

Os participantes entenderam melhor a diferença entre classificação de risco e pontuação ASG durante as discussões nas mesas-redondas quando pensaram nas perguntas que os profissionais do crédito precisam fazer ao considerar os fatores ASG nas avaliações de risco. Ao avaliar o desempenho ASG do emissor, algumas questões também podem ser pertinentes à análise do risco de crédito, mas outras são relevantes somente para o risco de crédito e não para o desempenho ASG. Por exemplo:

FATOR ASG	AVALIAÇÃO GERAL DO DESEMPENHO ASG	AVALIAÇÃO ASG NA ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO
Ambiental	<ul style="list-style-type: none"> ■ O emissor gerencia as emissões de carbono e, se gerencia, faz isso bem? ■ Qual é o nível de eficiência energética do emissor? ■ O emissor contribui de modo positivo/negativo para o meio ambiente em relação a seus pares? 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Qual é o impacto do gerenciamento das emissões de carbono sobre o lucro e o fluxo de caixa? ■ Existem mudanças regulatórias ou em políticas públicas no horizonte que podem vir a afetar a receita, os custos, o lucro e os investimentos? ■ O modelo de negócio é sustentável diante dessas mudanças?
Social	<ul style="list-style-type: none"> ■ Qual é o nível de diversidade da força de trabalho? ■ Há equilíbrio de gênero? ■ E segurança no emprego? ■ Como o emissor está gerenciando a transição das habilidades de mão de obra diante do aumento da automação? 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Disputas trabalhistas ou litígios de alta frequência afetam a receita? ■ A alta rotatividade de funcionários afeta a produtividade? ■ A falta de garantia de segurança no emprego expõe o emissor a multas regulatórias que afetariam o fluxo de caixa e o balanço patrimonial? ■ Qual é o impacto sobre o lucro e o fluxo de caixa do gerenciamento da transição das habilidades de mão de obra diante do aumento da automação?
Governança	<ul style="list-style-type: none"> ■ Qual é a estrutura e a composição do conselho de administração? ■ Qual é o nível de transparência das práticas da administração? ■ Qual é o nível de prestação de contas da administração? ■ Há um processo robusto para a checagem das cadeias de fornecedores? 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Como a estrutura societária afeta a tomada de decisão da empresa? ■ Como a governança corporativa está associada aos níveis de desempenho operacional futuro? ■ Qual é o nível de qualidade e confiabilidade da divulgação de dados para assegurar que a auditoria seja confiável?

Para trazer clareza ao mercado, planejamos discutir, durante um painel no PRI in Person em San Francisco em 13 de setembro de 2018, como os investidores em renda fixa podem utilizar as duas ferramentas, seus pontos fracos e o que pode ser melhorado¹⁷. O painel contará com representantes de investidores, CRAs e prestadores de serviços ASG.

No final do ano, o terceiro relatório da série apresentará insights sobre as diferenças entre o ASG no risco de crédito corporativo e no soberano, que foi o foco de algumas das mesas-redondas. Explorará também as soluções que começaram a surgir durante as discussões.

¹⁷ A sessão será gravada em áudio e estará disponível no [site do PRI](#).

LIÇÕES DO SETOR AUTOMOTIVO

A mesa-redonda de Frankfurt se concentrou no setor automotivo por três razões principais:

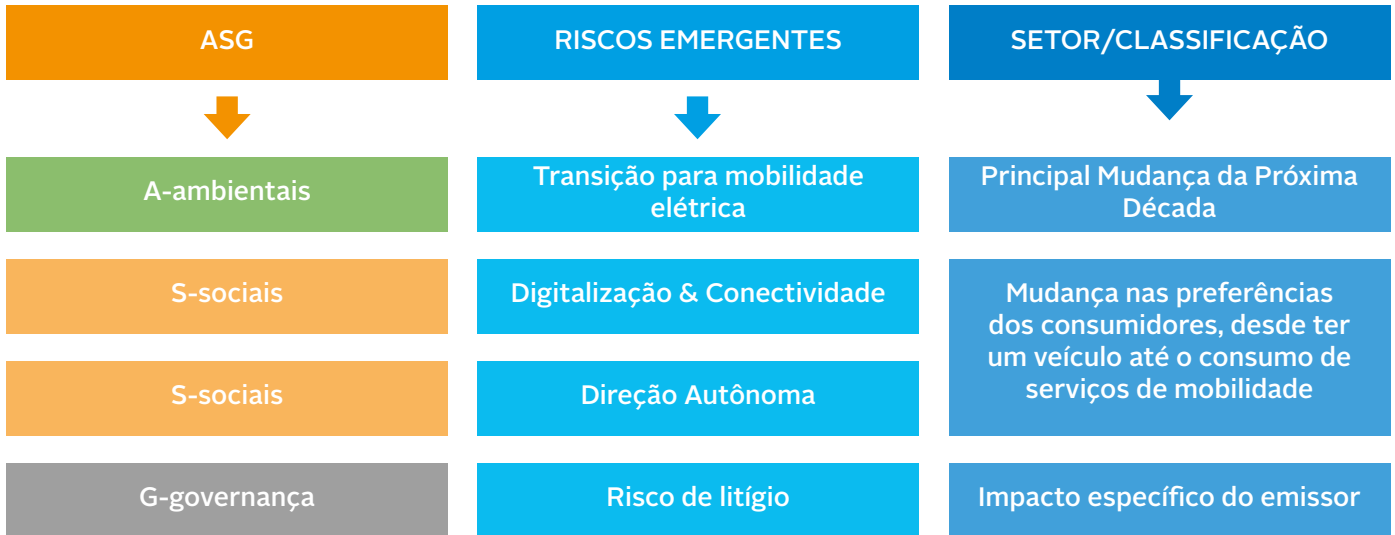
- Após o escândalo do diesel, e devido às mudanças estruturais pelas quais o setor está passando para expandir as taxas de penetração de veículos de baixa emissão, esta indústria é um bom exemplo prático da interação entre fatores ASG no risco de crédito corporativo.
- Todos os representantes das cinco CRAs que participaram do fórum eram especialistas na área; um representante de uma das maiores montadoras da Alemanha também participou.

A análise do ciclo de vida dos carros (ou seja, o procedimento que mensura o impacto de um veículo no meio ambiente, desde sua produção até o uso, descarte e eventual reciclagem) é agora uma prática padrão entre as principais montadoras, a maioria das quais já adotou as diretrizes de Life Cycle Assessment da International

Organization for Standardization (ISO). Combinado com a determinação do custo no ciclo de vida, isso significa que muitas montadoras estão familiarizadas com o uso de uma ferramenta de gestão de sustentabilidade que permite a comparação de um produto com ele próprio (em diferentes pontos do ciclo de vida) e com seus concorrentes. Essa prática por si só já facilita a análise do risco de crédito quando se trata de aspectos ASG.

Além disso, o setor automotivo está relativamente mais exposto do que outros setores a forças disruptivas e a mudanças nos modelos de negócios relacionadas ao lançamento de veículos avançados, autônomos e semi-autônomos, bem como a mudanças regulatórias (Figura 26). Isso significa que os analistas de crédito têm questões ASG importantes para avaliar ao considerar as políticas de gestão e mensurar a solidez do balanço patrimonial em face de novas oportunidades, custos, desafios competitivos e riscos que as montadoras precisam enfrentar.

Figura 26: Tendências disruptivas na indústria automotiva global. Fonte: S&P Global Ratings



As grandes incógnitas não se referem somente a futuros produtos e sua qualidade, mas também às mudanças nas preferências dos clientes, aumento na digitalização e conectividade, além de incertezas com relação ao ambiente regulatório. Um efeito colateral dessas mudanças é o mix

variável de mão-de-obra na produção de automóveis versus o mix de capital fixo, com ramificações que se estendem para empregos, mudanças nos requisitos de qualificação e custos relacionados à reestruturação da força de trabalho.

Durante a mesa-redonda, falou-se sobre como os fatores ASG são considerados na análise do risco de crédito das montadoras. De modo geral e tendo em mente que as metodologias diferem de uma CRA para outra, ao formular uma opinião de crédito, a agência de classificação avalia o perfil de risco de negócio e o perfil financeiro da montadora:

- **O perfil de risco de negócio** engloba o ambiente operacional e muitos fatores que podem ser interpretados como pontos fortes ou fracos. Estão incluídas aqui categorias como risco-país (principalmente localização geográfica e posicionamento político, institucional e em políticas públicas); risco setorial, incluindo os riscos relacionados à tecnologia; riscos relacionados à amplitude e força dos produtos, além de estratégia de desenvolvimento, porte e diversificação (e a capacidade da empresa de financiar o investimento necessário para fazer mudanças para se adaptar a tendências disruptivas); riscos relacionados ao posicionamento competitivo da montadora; e riscos regulatórios e legais.
- **O perfil financeiro** é a segunda principal dimensão da perspectiva de crédito. Avalia a capacidade do emissor

de pagar um título de dívida a partir do fluxo de caixa do negócio. Quando toma a decisão estratégica de adotar uma nova tecnologia, por exemplo, a empresa precisa estar confiante, do ponto de vista financeiro, de que haverá demanda para seus produtos e nas áreas geográficas certas. A empresa também precisa garantir que seu balanço continuará forte durante a transição e que continuará a vender produtos em um ambiente competitivo em que as margens são pequenas. O desafio da transição para veículos de baixo carbono é que as montadoras podem abraçá-la por medo de mudanças regulatórias e não porque enxergam demanda para este tipo de veículo.

A figura abaixo mostra que os fatores ASG não são riscos isolados e aparecem em diferentes componentes do risco de negócio — e muitas vezes se repetem, pois podem ser mensurados em todas as categorias ASG (Figura 27). A governança foi listada em primeiro lugar, pois foi mencionada por todos os profissionais do crédito como o fator que mais causa mudanças na classificação de risco ou na perspectiva da classificação.

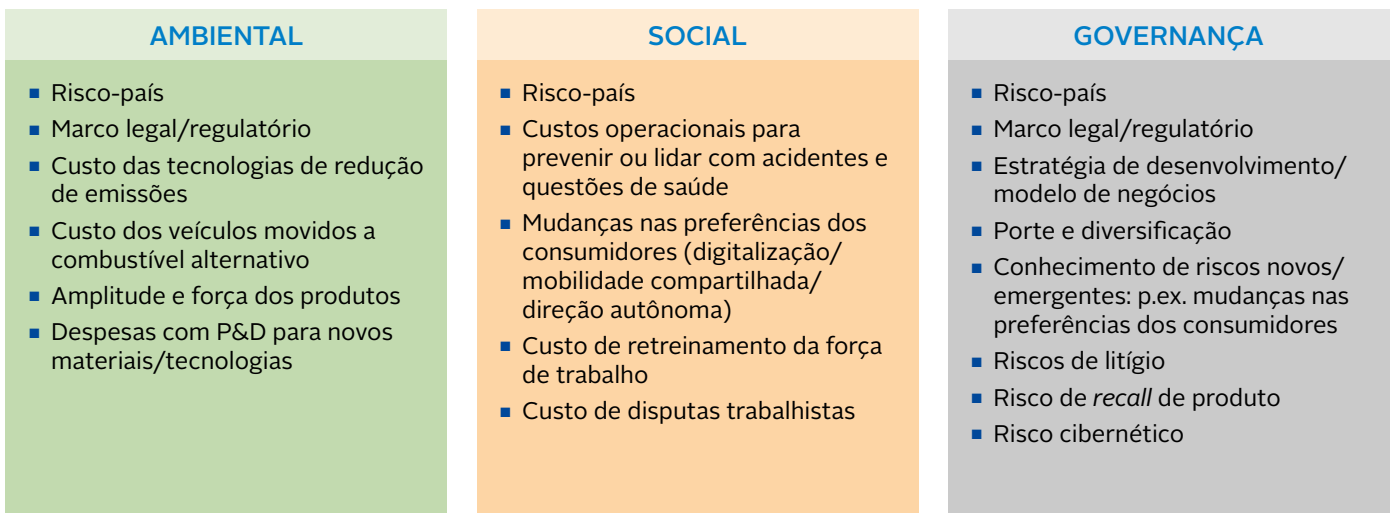
Figura 27: Como os fatores ASG aparecem nos perfis de risco de negócio e financeiro do setor automotivo. Fonte: Discussões nas mesas-redondas do PRI

PERFIL DE RISCO DE NEGÓCIO



PERFIL FINANCEIRO

Estrutura de capital (patrimônio/dívida), rentabilidade e fluxo de caixa, liquidez, risco operacional, investimento em P&D, passivo previdenciário, custos de litígio, histórico, adesão a compromissos, custo de refinanciamento



A classificação de risco atribuída pela S&P Global Ratings à Volkswagen (VW) foi pressionada após o caso de manipulação das emissões de motores a diesel nos EUA. A violação de leis ambientais acabou revelando deficiências na governança. Em setembro de 2015, a S&P Global Ratings colocou a nota “A” da VW em observação com possibilidade de rebaixamento, após o *recall* de 11 milhões de veículos em todo o mundo¹⁸. Após a admissão pela empresa de que houve manipulação das emissões dos escapamentos de veículos com motor a diesel, a classificação foi rebaixada duas vezes em dois níveis (em outubro e dezembro de 2015, respectivamente), enquanto a avaliação da governança foi

revisada para baixo para refletir protocolos inadequados de gestão de risco para riscos socioambientais¹⁹. Igualmente importante é a recente revisão da perspectiva de negativa para estável, baseada no desempenho operacional, que foi melhor do que o esperado, e na melhor geração de fluxo de caixa, embora a nota de crédito permaneça bem abaixo do nível registrado antes de setembro de 2015, devido à preocupação com a governança da empresa²⁰. Levou muito tempo para que as ações e os títulos de dívida da VW voltassem a níveis próximos ao período anterior ao escândalo das emissões dos motores a diesel (Figuras 28-29).

Figura 28: Desempenho das ações da VW desde 2014.
Fonte: Bloomberg

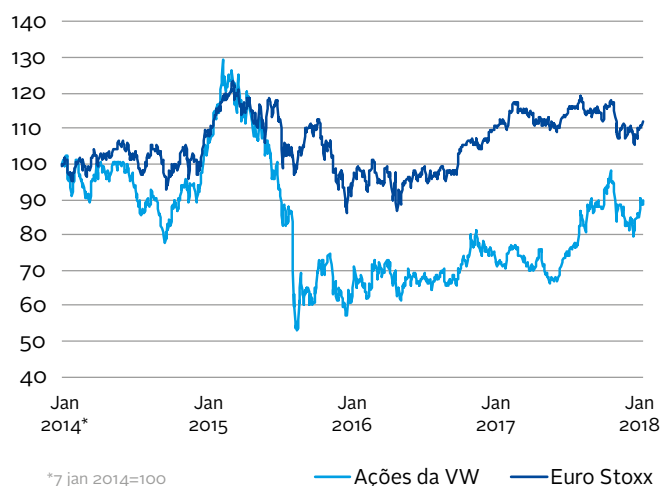


Figura 29: Desempenho dos títulos da VW desde 2014.
Fonte: Bloomberg



Também foi dito na mesa-redonda que a Moody’s Investors Service integrou os riscos de transição de carbono à sua avaliação da General Motors (GM) e que a empresa retornou ao grau de investimento no ano passado (Figura 30). Isto aconteceu em parte devido ao investimento prudente da GM em tecnologias emergentes e à sua abordagem proativa para a alocação dos recursos gerenciais, financeiros e técnicos necessários para o cumprimento de regras cada vez mais rígidas para a emissão de carbono.

Outro bom exemplo é o recente rebaixamento da nota da Tesla²¹ pela Moody’s Investors Service, de B2 para B3 com alteração da perspectiva de estável para negativa, devido à preocupação com o “déficit significativo” no volume de produção do Model 3. Mesmo que a Tesla produza veículos ecologicamente corretos (deixando de lado as questões da distribuição de energia e do descarte de baterias), sua situação financeira é apertada, pois a empresa precisa levantar capital para pagar títulos vencidos e cumprir sua meta (que são importantes do ponto de vista do crédito).

“A General Motors está fazendo investimentos prudentes em tecnologias emergentes que incluem a eletrificação, o compartilhamento de veículos e a direção autônoma... A GM continua bastante proativa na alocação dos recursos gerenciais, financeiros e técnicos necessários para o cumprimento de regulações cada vez mais rígidas para a emissão de carbono.”

[Opinião de Crédito – General Motors Company, agosto de 2017, Moody’s Investors Service](#)

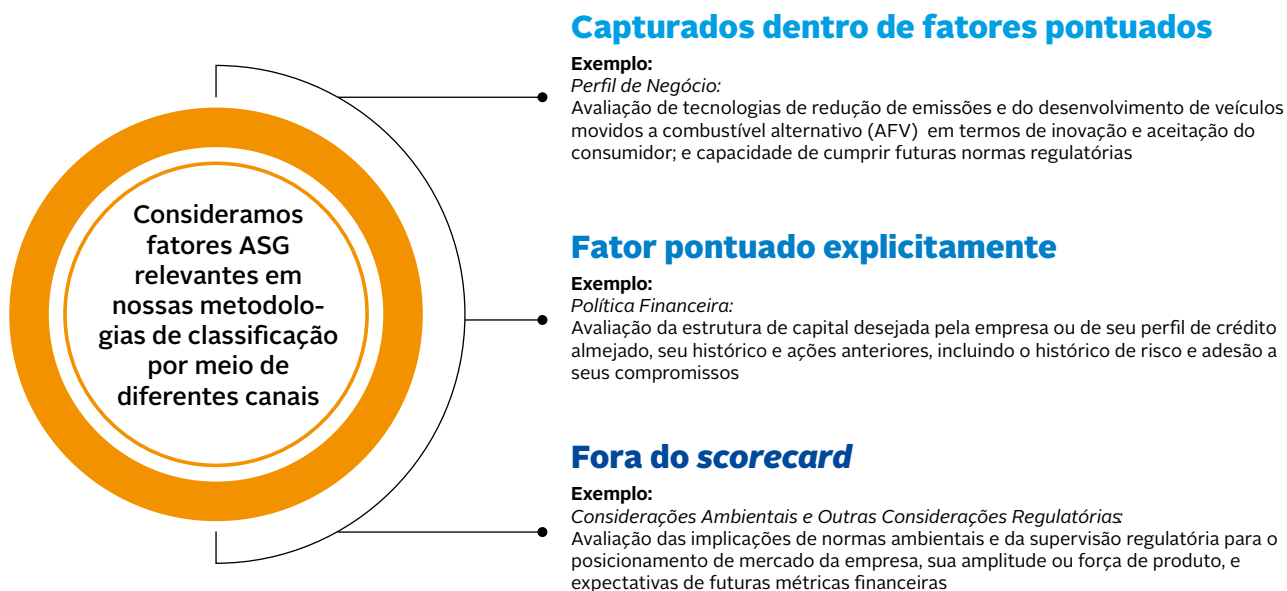
18 Consulte ‘Germany-Based Automaker Volkswagen Placed on CreditWatch Negative On €6.5 Billion Charge For Global Recall’, 24 de setembro de 2015, S&P Global Ratings Research Update.

19 Consulte ‘German Automaker Volkswagen Ratings Lowered to ‘A-/A-2’ On Governance; L-T Ratings Remain On Watch Neg on Ongoing Risks’, 12 de outubro de 2015; e ‘German Automaker Volkswagen Downgraded To ‘BBB+’ from ‘A-’ On Adverse Emissions Impacts; Outlook Negative’, 1 de dezembro de 2015, S&P Global Ratings Research Updates.

20 Consulte ‘German Automaker Volkswagen Outlook Revised To Stable From Negative; ‘BBB+/A-2’ Ratings Affirmed’, 6 de novembro de 2017, S&P Global Ratings Research Update.

21 Consulte: [Rating Action: Moody’s downgrades Tesla’s corporate family rating to B3, senior notes to Caa1. Outlook is negative](#), 27 de março de 2018, Moody’s Investors Service.

Figura 30: Exemplo ilustrativo de como as considerações ASG são refletidas na metodologia da Moody's para montadoras. Fonte: Moody's Investors Service



Por fim, a Dagong Global Credit Ratings também foi exemplo de como as mudanças regulatórias na China para promover o uso dos chamados veículos de energia nova (*new energy vehicles* ou NEVs) — a China é hoje a maior produtora mundial de NEVs — foram negativas do ponto de vista do crédito para três fabricantes chineses de ônibus, e de como as regulamentações futuras serão positivas para algumas empresas, mas negativas para outras.

Como parte de sua estratégia de energia limpa, a China vem oferecendo um valor bastante alto em subsídios fiscais desde 2009, em nível nacional nacional e subnacional, para atingir a meta de cinco milhões de NEVs nas estradas até 2020. No entanto, os termos dos subsídios já mudaram muitas vezes ao longo do tempo, em parte como resposta a preocupações com fraude nos subsídios e qualidade inconsistente do produto (incluindo características de segurança). Por exemplo, a criação de um “ponto de corte de 30 milhas” em 2016 para subsídio de NEVs seminovos que não sejam de passeio prejudicou o lucro de alguns fabricantes de ônibus (Figuras 31-32).

Figura 31: Exemplos recentes de crédito negativo na China causado por regulações. Fonte: Dagong Global Credit Rating

EMPRESA	1S17	2016	2015	2014
YUTONG	-38,82	-7,28	37,02	54,58
KING LONG	-92,38	-300,24	94,41	8,34
ZHONGTONG BUS	-78,86	47,44	37,62	180,86

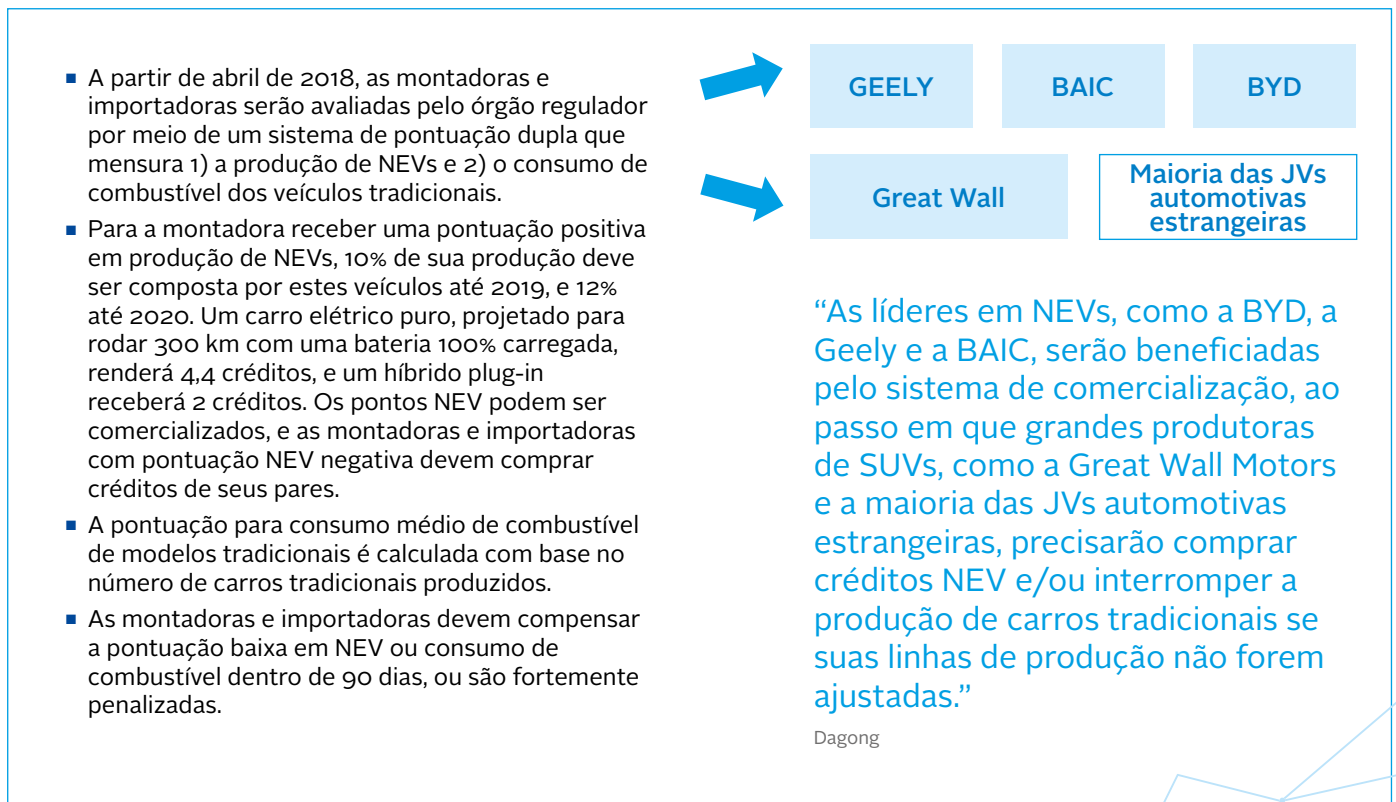


Criação do “ponto de corte de 30 milhas” para subsídio de NEVs seminovos que não sejam de passeio

O último ajuste do período entre 2017 e 2020 teve como alvo os fabricantes e não os usuários finais. Entre outras questões, este ajuste tornou mais rígidas as exigências de qualificação do veículo (por exemplo, um carro elétrico deve atender exigências mínimas de eficiência energética e de velocidade máxima para se qualificar para o subsídio, e não apenas de velocidade máxima como acontecia em 2016). Enquanto isso, a partir de abril de 2018, as montadoras e importadoras passarão a ser avaliadas por um sistema de pontuação dupla que considera a produção

de NEVs e o consumo de combustível dos veículos tradicionais. Essas mudanças rendem créditos positivos para os fabricantes que estão mudando rapidamente sua estratégia de desenvolvimento (a BYD está avançando na aprovação da licença pelo governo da província de Qinghai para a construção de uma fábrica de carbonato de lítio para baterias, com produção de 30.000 toneladas/ano). As montadoras que não estão adaptando suas linhas de produção com rapidez suficiente para prosperar no novo ambiente regulatório têm crédito negativo²².

Figura 32: Exemplos recentes da China: A introdução, por regulação, do sistema de pontuação dupla promove divergências em potencial com base na estratégia corporativa de desenvolvimento. Fonte: Dagong Global Credit Rating



22 Para mais detalhes, consulte [China Auto Sector Credit Outlook 2H 2017](#) e [China Auto Sector Credit Outlook 2018](#), Dagong Global Credit Rating.

ANEXO 1

EVIDÊNCIAS DAS CRAS

Os exemplos abaixo servem como evidência de que os fatores ASG estão aos poucos ganhando destaque nos comentários de classificação das CRAs ou se tornando uma contribuição relevante para as opiniões de classificação, para o esclarecimento das metodologias e para a pesquisa setorial²³.



Ambientais



Social



Governança

Os exemplos são complementados por oito estudos de caso que demonstram como a consideração de fatores ASG ajudou os investidores a determinar o perfil de crédito de empresas selecionadas e, subsequentemente, a tomar decisões de investimento.



Emissor corporativo: Deutsche Bank

Data: 17 de novembro de 2017

Ação: [Rebaixamento da classificação de A- para BBB+](#)

Fator ASG: Governança

Principal justificativa: Um dos motivos do rebaixamento foi a maior preocupação com relação à governança do grupo no contexto das mudanças na alta administração durante a reestruturação estratégica.

Fonte: Scope Ratings AG



Emissor corporativo: Aberdeen Roads (Finance) Plc

Data: 23 de fevereiro de 2016

Fator ASG: Risco físico ambiental

Ação: [Perspectiva revisada de estável para negativa](#)

Principal justificativa: Atrasos na construção após alagamentos, atrasos no remanejamento das redes de serviços de utilidade pública, e incerteza sobre se a joint venture de construção será responsabilizada pelos atrasos.

Fonte: S&P Global Ratings



Emissor: TransCanada PipeLines Limited (TCPL)

Data: 13 de março de 2018

Fator ASG: Risco de transição ambiental

Ação: [Perspectiva revisada de estável para negativa, nota A3 confirmada](#)

Principal justificativa: Há incertezas acerca dos planos de investimento da TCPL, mais notadamente o oleoduto KXL, que continua enfrentando a oposição de ambientalistas relacionada às emissões de dióxido de carbono e à mudança do clima.

Fonte: Moody's Investors Service



Emissor corporativo: Israel Electric Corp. (IEC)

Data: 20 de julho de 2017

Fator ASG: Gestão de capital humano

Ação: [Atribuição de CreditWatch negativo](#)

Principal justificativa: Colocamos a IEC em CreditWatch após a recente greve dos funcionários da empresa, que nos levou a revisar sua liquidez de adequada para menos do que adequada, expondo sua nota de crédito a um rebaixamento de vários pontos.

Fonte: S&P Global Ratings

23 A Beyond Ratings e a Scope Ratings GmbH apresentaram exemplos de risco de crédito soberano que serão incluídos no terceiro relatório da série.



Análise setorial: Gestão de ativos

Data: 5 de abril de 2018

Fator ASG: Desigualdade salarial de gênero e governança corporativa

Destaque: [Divulgação de salários por gênero no Reino Unido melhorará a governança corporativa para gestores de ativos, o que é positivo para o crédito](#)

Principal achado: A divulgação pública da diferença salarial de gênero trará mais transparência para a desigualdade salarial; a Moody's Investors Service espera que isso melhore a governança corporativa, apesar de causar alguma disrupção no início, por conta das enormes discrepâncias.

Fonte: Moody's Investors Service



Emissor corporativo: Yabang Investment Holding Group Co., Ltd.

Data: 14 de fevereiro de 2016

Fator ASG: Governança corporativa fraca

Ação: [Rebaixamento da classificação de A para CC – perspectiva negativa](#)

Principal justificativa: Devido à governança corporativa fraca, o CEO do Yabang Investment Holding Group esteve sob investigação, o que levou os bancos a cobrar o pagamento de seus empréstimos e limitou o acesso da empresa a financiamento bancário. Ao mesmo tempo, a empresa perdeu a maior parte de seu apoio externo e enfrentou uma grave falta de liquidez. O risco de crédito aumentou de maneira significativa. O rebaixamento na nota foi baseado na escala nacional da China.

Fonte: Dagong Global Credit Rating



Emissor corporativo: Baltic Coast

Data: 22 de julho de 2016

Fator ASG: Risco físico ambiental

Ação: [Nota D da Baltic Coast Company foi confirmada e revogada](#) (Raex Moscow escala nacional)

Principal justificativa: A JSC Baltic Coast exercia atividades de processamento e conservação de peixes e frutos do mar. O default da empresa — que foi precedido de uma série de rebaixamentos na nota de crédito — foi desencadeado pelo enorme prejuízo registrado pela principal subsidiária da empresa (PJSC Russian Salmon) após a disseminação de doenças infectocontagiosas e a morte em massa de peixes no 3T15.

Fonte: Rating-Agentur Expert RA



Emissor corporativo: Eurasian Natural Resources Corporation (ENRC) Plc

Data: 31 de janeiro de 2012

Fator ASG: Governança corporativa fraca

Ação: [Rebaixamento da classificação de Ba2 para Ba3 – perspectiva revisada para negativa](#)

Principal justificativa: Política agressiva de aquisições e financeira, provável deterioração do perfil financeiro do emissor.

Fonte: Moody's Investors Service



Emissor corporativo: Vattenfall

Data: 7 de junho de 2017

Fator ASG: Risco de transição ambiental – Risco político e legal

Ação: [Perspectiva revisada para estável por menor volatilidade nos preços de energia; Nota afirmada em 'BBB+/A-2'](#)

Principal justificativa: O perfil de risco do negócio melhorou com a venda de ativos de linhito, mudanças na regulação de lixo nuclear na Suécia e na Alemanha, e o aumento na capacidade contratada a partir da expansão da produção eólica com vários esquemas de apoio via subsídios.

Fonte: S&P Global Ratings



Emissor corporativo: IBL Banca Spa

Data: 12 de março de 2018

Ação: [Atribuição de nota BBB para o emissor, com perspectiva estável](#)

Fator ASG: Governança

Principal justificativa: Um dos direcionadores da nota do banco foi governança: o papel de controle desempenhado por seu CEO (*key man risk*).

Fonte: Scope Ratings AG



Emissor corporativo: Banque Fédérative du Crédit Mutuel SA

Data: 6 de fevereiro de 2018

Ação: [Nota A+ do emissor é afirmada](#)

Fator ASG: Governança

Principal justificativa: A Scope acredita que a governança e a estratégia do Grupo Crédit Mutuel não serão afetadas por sua separação do Grupo Arkea.

Fonte: Scope Ratings AG



Emissor corporativo: Pacific Gas & Electricity Company (PG&E) e PG&E Corp.

Data: 20 de março de 2018

Fator ASG: Governança e risco físico ambiental

Ação: [Rebaixamento da PG&E para A3 e da PG&E Corp para Baa1, ambas com perspectiva negativa](#)

Principal justificativa: A nota de crédito incorpora as metas exigentes de políticas públicas do estado [da Califórnia] e um nível elevado de risco político, principalmente devido ao histórico da empresa de problemas com segurança e governança, além da possibilidade de grande exposição a maiores passivos relacionados com a mudança do clima, tais como incêndios florestais.

Fonte: Moody's Investors Service



Esclarecimento da metodologia: [Como riscos e oportunidades sociais são tratados na classificação de risco corporativo global](#)

Data: 11 de abril de 2018

Fator ASG: Social

Ação: Revisão de como os fatores sociais foram incorporados nas análises da S&P Global Ratings, e como estas análises afetaram as classificações de risco de empresas e de infraestrutura no período de julho de 2015 a agosto de 2017.

Principal achado: Os fatores sociais contribuíram para as ações de classificação com menor frequência do que os fatores ambientais e climáticos (A&C). No entanto, quando relevantes, foram extremamente negativos para a qualidade do crédito em comparação com os fatores A&C; capital humano e gestão de segurança, em particular, afetaram a qualidade de crédito das empresas com frequência maior do que outros fatores sociais.

Fonte: S&P Global Ratings



Atualização da metodologia: [Classificação de risco de bancos](#)

Data: 10 de maio de 2018

Fator ASG: Principalmente governança

Ação: Faz referência explícita aos riscos cibernéticos e de ASG.

Principal justificativa: Os investidores em dívida do setor bancário estão cada vez mais sensíveis à governança; na visão da Scope, isto é particularmente relevante em um contexto ASG. O risco cibernético dos bancos está se tornando extremamente relevante e não pode ser descontado por investidores de crédito, mesmo que o analista de crédito tenha pouquíssimas métricas para mensurá-lo.

Fonte: Scope Ratings AG

ANEXO 2 – ESTUDOS DE CASO DE INVESTIDORES

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: RWE

CONTRIBUIU	Josef Helmes, Diretor de Investimento, Aberdeen Standard Investments (ASI)
TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO	Gestora de ativos
AUM TOTAL	US\$ 779 bilhões (em 31/12/2017)
AUM EM RENDA FIXA	US\$ 195 bilhões (em 31/12/2017)
PAÍS EM QUE OPERA:	Global
FOCO DO ESTUDO DE CASO:	Como os fatores A e G afetam a avaliação do risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

A RWE é uma concessionária alemã com operações na Alemanha, no Benelux, no Leste Europeu e no Reino Unido. Assim como seus pares alemães (E.on, EnBW), a empresa atua ao longo da cadeia de valor na geração, transmissão, distribuição e no abastecimento de energia.

Em geração, a RWE é uma das maiores produtoras de energia convencional da Europa. Também é conhecida por sua frota de geração de linhito, com atividades integradas de mineração de linhito e geração na região de Rhineland (Alemanha Ocidental). O linhito é, do ponto de vista ambiental, a forma menos eficiente de produzir energia elétrica, devido às suas altas emissões de CO₂. As operações da RWE de mineração superficial de linhito também afetam as comunidades locais (incluindo o deslocamento de povoados inteiros).

A RWE, assim como todas as outras operadoras alemãs, foi afetada de maneira significativa pela “Energiewende” — ou seja, pelo enorme subsídio para a expansão das energias renováveis (solar/eólica) na Alemanha. Como resultado da “Energiewende”, o preço da energia desabou no atacado. O acesso preferencial das energias renováveis à matriz energética também tem um efeito de “modelagem de pico” sobre os preços de energia durante um dia de negociação (a demanda maior no dia é atendida pela geração maior de energia solar no dia), tornando menos viáveis economicamente (“*out of the money*”, ou OTM) as usinas a gás menos nocivas para o ambiente. Ironicamente, o linhito ganhou mais importância porque seu custo de produção é menor (p.ex., comparado ao gás), o CO₂ Emissions Trading System (ETS) não é funcional (o preço do CO₂ é muito baixo para penalizar geradoras que utilizam linhito/carvão), e o governo liderado por Angela Merkel decidiu em 2011 (após Fukushima) acelerar a descontinuação da energia nuclear até 2022. Em suma, as emissões de CO₂ do país não foram de fato reduzidas com a configuração atual do “Energiewende”. Neste cenário, há uma pressão constante para que os políticos alemães eliminem o linhito da matriz no futuro.

Um detalhe: Como a deterioração do lucro pressionou o balanço de maneira significativa, a RWE separou as atividades de rede/abastecimento/renováveis da geração de energia convencional em 2016 e as reuniu em uma empresa chamada Innogy. Em seguida, fez o IPO da Innogy no mesmo ano para extrair mais valor das “partes boas” do grupo via aumento de capital. A RWE continuou sendo a acionista controladora da Innogy (participação de 77%) e recentemente anunciou a venda desta participação para a E.on em uma transação bastante complexa, em que a RWE fica com uma participação minoritária na nova E.on e controla os negócios de energias renováveis tanto da E.on quanto da Innogy via uma troca de ativos.

FATOR ASG QUE DIRECIONOU A DECISÃO DE INVESTIMENTO

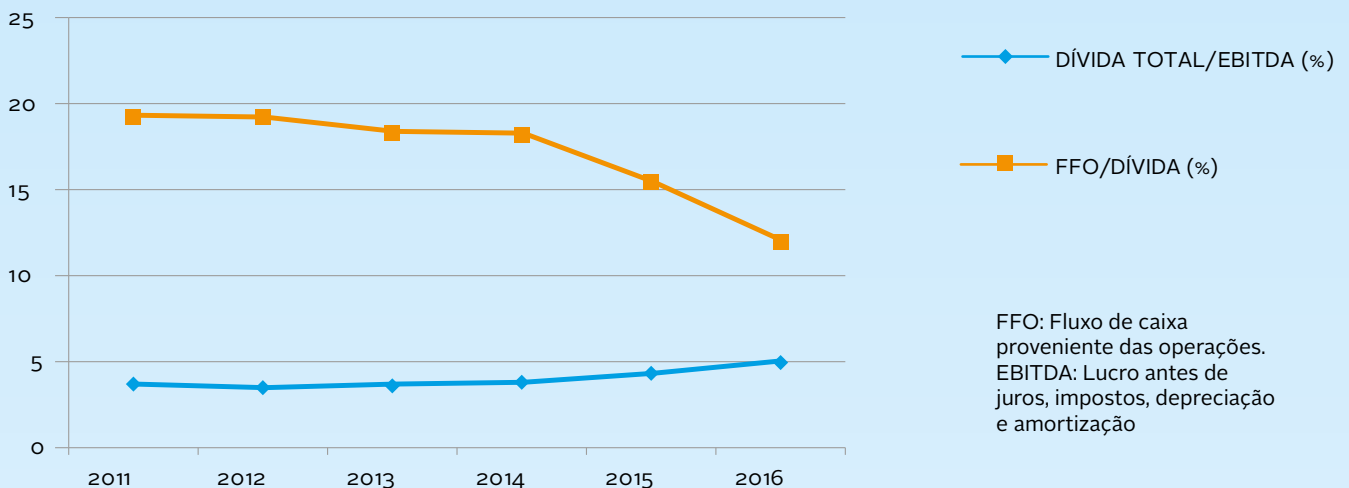
Em termos de ASG, tanto a equipe de crédito quanto a equipe interna de ISR se concentraram bastante nas questões ambientais, ou seja, a considerável pegada de carbono da RWE, e este também foi um ponto de discussão em várias reuniões que fizemos com a empresa nos últimos anos para tratar de crédito e ISR.

Observamos que a continuidade do aumento da energia renovável, a geração mais distribuída (e descentralizada) e o crescimento menor na demanda por energia causado por melhorias de eficiência foram ameaças importantes para a empresa. Tecnologias disruptivas, incluindo o armazenamento de energia, também podem ser um desafio econômico para empresas de geração de energia (convencionais/centralizadas).

No caso da RWE, a exposição significativa ao linhito deixou a situação ainda mais delicada. A eliminação gradual do linhito ainda é bastante provável no futuro, pois será essencial para o país alcançar sua meta nacional de CO₂. A RWE é o típico exemplo de uma empresa com risco elevado de “*stranded assets*”, sendo que administrações anteriores ignoraram por muito tempo a necessidade de fazer a transição para tipos de geração mais ecológicos.

Acreditamos que o nível do investimento realizado pela RWE em energias renováveis poderia ter sido maior na última década. Enquanto sua concorrente mais direta, a E.on (Uniper), se beneficiou de uma parcela maior de geração mais ecológica a gás, a necessidade de se afastar dos tipos de geração de energia que emitem CO₂ foi muito significativa para a RWE.

Figura 33: Combinação tóxica de alavancagem alta e perfil fraco de risco de negócio direcionou as notas de crédito e os spreads da RWE. Fontes: ASI, contas da empresa



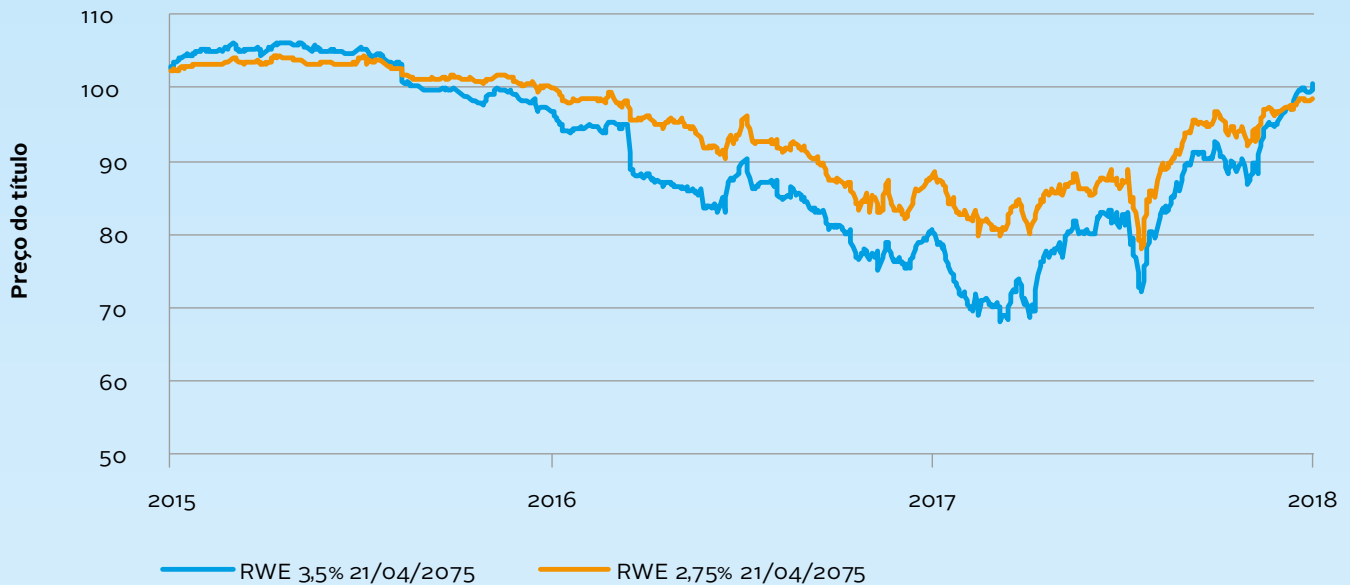
IMPLICAÇÕES DE MERCADO

Os riscos idiossincráticos (relacionados a ASG) acima direcionaram nosso posicionamento mais cauteloso, como em 2015/2016 (Figura 33). Em abril de 2015, a empresa emitiu dois instrumentos híbridos de dívida (subordinados) em uma transação de € 1,25 bilhão, com a finalidade de sustentar seu balanço alavancado (Figura 34). Embora faça parte de nossos índices de referência, decidimos não participar da transação em duas séries, pois os riscos relacionados à sua exposição ao carbono/linhito eram elevados.

Esta decisão foi boa para nós: Os instrumentos híbridos — inicialmente classificados como baixo grau de investimento (BBB-/Baa3) — foram rebaixados para BB+/Ba1 pela S&P e pela Moody’s em agosto e outubro de 2015 e, portanto, perderam o grau de investimento e deixaram de ser elegíveis para os índices de referência. Isto desencadeou a venda forçada e o péssimo desempenho destes instrumentos.

O risco de “*stranded assets*” impactou a avaliação do risco de negócio do grupo RWE pelas agências. Este fator e a deterioração das métricas de crédito desencadearam vários rebaixamentos nas notas de crédito.

Figura 34: Desempenho da dívida híbrida em EUR da RWE desde o lançamento em abril de 2015. Fonte: Bloomberg



PRINCIPAIS PONTOS

- Lição aprendida: não ignorar os riscos ambientais na análise de crédito; outros exemplos, como a VW (escândalo das emissões) ou a BP (derramamento de óleo no Golfo do México), destacam a importância da inclusão dos fatores de risco ambiental na análise de créditos individuais.
- As empresas devem se adaptar à mudança do clima e à ascensão das energias renováveis — empresas como a RWE vêm ignorando há muito tempo as mudanças estruturais nos mercados globais de energia.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

A ASI é uma gestora de ativos. Administra soluções de investimento em renda variável, renda fixa, e imobiliário, além de soluções sob medida, em várias classes de ativos (incluindo alternativos e investimento quantitativo). Para mais informações, visite www.aberdeenstandard.com.

AVISO LEGAL

Informações importantes: Somente para Investidores Profissionais / Investidores Qualificados – Proibida a Utilização por Investidores ou Consultores do Varejo. O documento de marketing acima é meramente informativo e não deve ser considerado como oferta, recomendação de investimento ou solicitação para participar dos investimentos ou fundos mencionados e não constitui pesquisa de investimento. A Aberdeen Asset Managers Limited ('Aberdeen') não garante a precisão, adequação ou integridade das informações e dos materiais aqui contidos e se isenta da responsabilidade por quaisquer erros ou omissões em tais informações e materiais.

As pesquisas e análises utilizadas na preparação deste documento foram obtidas e podem ter sido objeto de atuação da Aberdeen para seu próprio propósito. Os resultados assim obtidos são disponibilizados apenas por acaso, e não há garantia da precisão das informações. Algumas informações neste documento podem conter projeções ou outras declarações sobre eventos futuros ou sobre o desempenho financeiro futuro de países, mercados ou empresas. Tais declarações são apenas previsões, e os eventos ou resultados reais podem ser significativamente diferentes. O leitor deve avaliar por conta própria a relevância, precisão e adequação das informações contidas neste documento e fazer as investigações independentes que julgar necessárias ou apropriadas para o propósito de tal avaliação. As opiniões ou estimativas contidas neste documento têm uma base geral e o leitor não deve considerá-las como recomendações. Nem a Aberdeen nem seus funcionários, empresas do grupo ou seus agentes analisaram ou investigaram os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades particulares do leitor, de qualquer pessoa ou de qualquer grupo específico de pessoas. Consequentemente, a Aberdeen não oferece qualquer garantia nem assume qualquer responsabilidade por perdas oriundas direta ou indiretamente da atuação do leitor, de qualquer pessoa ou grupo de pessoas com base nas informações, opiniões ou estimativas contidas neste documento. A Aberdeen se reserva o direito de fazer alterações e correções em qualquer informação contida neste documento a qualquer momento e sem aviso prévio. Publicado pela Aberdeen Asset Management. Autorizada e regulada pela Autoridade de Conduta Financeira do Reino Unido.

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: CORECIVIC

CONTRIBUIU	Dan Lavric, CFA, Gestor de Carteira, Renda Fixa tipo Core, Addenda Capital
TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO	Gestora de ativos
AUM TOTAL	US\$ 20,9 bilhões (em 31/12/2017)
AUM EM RENDA FIXA	US\$ 14 bilhões (em 31/12/2017)
PAÍS EM QUE OPERA:	Canadá
FOCO DO ESTUDO DE CASO:	Exemplo de como os fatores S e G afetam o risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

A CoreCivic é a maior proprietária não governamental de instalações correccionais e de detenção nos EUA. A CoreCivic constrói e opera presídios e penitenciárias para entidades governamentais nos EUA, e é proprietária destas instalações. Em 31 de dezembro de 2017, a CoreCivic era proprietária de e administrava 70 ativos imobiliários, e alugava outras 12 propriedades para terceiros. A dívida de longo prazo da empresa não é considerada grau de investimento pela Moody's (Ba1) nem pela S&P (BB), mas sua nota de crédito teve melhora contínua entre 2000 e 2016, ano em que finalmente as duas agências de classificação rebaixaram a empresa. Em outubro de 2017, a empresa anunciou a emissão de US\$ 250 milhões em obrigações sênior sem garantia real (*senior unsecured notes*) com vencimento em 2027.

O principal concorrente da CoreCivic é o The GEO Group, cujo valor de mercado é cerca de um terço maior. Os pares maiores da CoreCivic em geral não são grau de investimento, ao passo em que seus pares menores são em grande parte privados, não têm classificação de risco e dependem principalmente de financiamento bancário.

FATOR ASG QUE DIRECIONOU A DECISÃO DE INVESTIMENTO

A equipe de investimento sustentável trabalhou com a equipe de renda fixa tipo core para juntas tomarem a decisão de investimento, que foi a de não participar da emissão. Um gestor de carteira da equipe de renda fixa tipo core estava analisando a oportunidade de investimento e solicitou a pesquisa ASG da CoreCivic para a equipe de investimento sustentável. Embora os aspectos financeiros, o modelo de negócios e o valuation fossem promissores, a pesquisa de riscos ASG fez com que a equipe mudasse de ideia e descartasse a oportunidade.

Havia várias preocupações para o investimento relacionadas a ASG, incluindo o fato de que a empresa havia mudado de nome para reformular sua imagem, o que acendeu o

sinal vermelho. O emissor ficou preso entre dois grupos de ativistas: um que exigia mais investimento nos presídios, destacando condições de vida ruins, falta de pessoal e violação de direitos humanos; e outro que exigia um investimento menor nos presídios, destacando o alto custo operacional por detento e a alta taxa de encarceramento nos EUA. Este poderia ser um risco para as margens de lucro no futuro. Além disso, os casos recentes de grupos de ativistas que tentaram difamar os credores da CoreCivic poderiam causar um dano de reputação para futuros investidores.

Outra preocupação foi a decisão dos fundos de pensão de Nova York, em 2017, de venderem suas participações em empresas privadas do setor prisional. O principal motivo para isso foi o registro de supostas violações de direitos humanos e o risco de que o setor sofresse um “dano financeiro e de reputação de longo prazo”. Estes problemas poderiam reduzir a demanda pelos títulos de dívida da CoreCivic, prejudicando o valuation.

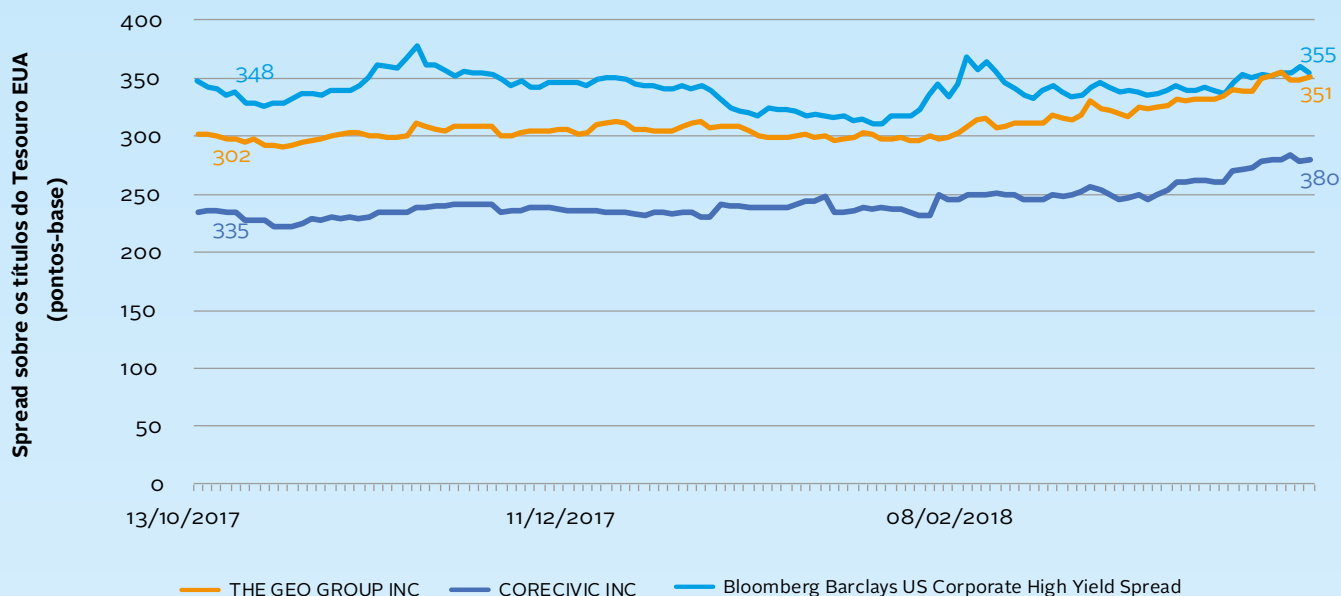
Por fim, a divulgação limitada de fatores ASG pela CoreCivic — apesar dos apelos por maior transparência — significa que muitas incógnitas podem vir à tona no futuro se a divulgação for aprimorada.

IMPLICAÇÕES DE MERCADO

Entre o momento em que começamos a acompanhar a CoreCivic e o momento em que esta nota foi escrita, o *spread* do *yield* sobre os títulos do tesouro dos EUA para o título com vencimento mais longo da empresa (15/10/2027) ampliou em 45 pontos-base, equivalente a uma erosão de 3,3% no preço devido à ampliação do *spread* (Figura 35).

Nossa expectativa de que o risco ASG estivesse concentrado na indústria e também no emissor parecem ter se justificado, pois os *spreads* de um título semelhante de seu principal concorrente, o The GEO Group, também ampliaram (em 49 pontos-base). Por outro lado, o *spread* do mercado *high yield* dos EUA ampliou em somente 8 pontos-base (de 348 para 355 pontos-base) no mesmo período.

Figura 35: O título da CoreCivic tem desempenho abaixo do *benchmark* corporativo *high yield* EUA desde outubro de 2017. Fonte: Bloomberg



PRINCIPAIS PONTOS

Este case de investimento ajuda a transmitir a mensagem de que mesmo que o modelo de negócios, os aspectos financeiros e o valuation de um investimento pareçam atraentes a princípio, os aspectos de sustentabilidade podem mudar o cenário e, portanto, alterar uma decisão de investimento. Mesmo antes de as métricas financeiras tradicionais piorarem, os aspectos de sustentabilidade podem afetar decisões de investimento. No caso da CoreCivic, estes aspectos foram um mix de preocupações sobre a governança e o modelo de negócios da empresa.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

A Addenda Capital Inc. é uma gestora de investimentos canadense de capital fechado responsável por investir mais de US\$ 27 bilhões em ativos para fundos de pensão, seguradoras, fundações, fundos do tipo *endowment* e fundos mútuos de grandes instituições financeiras.

AVISO LEGAL

© Addenda Capital Inc., 2018. Todos os direitos reservados.

O conteúdo deste estudo de caso não deve ser interpretado, total ou parcialmente, como uma fonte definitiva e vinculante por parte da Addenda Capital. Todos os esforços foram envidados para garantir a maior exatidão possível das informações fornecidas. As informações fornecidas aqui são consideradas confiáveis no momento em que foram escritas. No entanto, não podemos garantir que as informações serão precisas, completas e correntes em todos os momentos. A Addenda Capital é a proprietária do conteúdo deste estudo de caso e de quaisquer materiais derivados dele ou aplicações do mesmo, de acordo com a legislação aplicável de propriedade intelectual. A reprodução, total ou parcial, deste estudo de caso e/ou de suas imagens sem o consentimento prévio da Addenda Capital constituirá uma violação de tal legislação, e procedimentos poderão ser instaurados contra o infrator. O estudo de caso não se destina a fornecer aconselhamento de investimento, financeiro, jurídico, fiscal ou contábil. O leitor deve consultar diretamente um profissional da área financeira ou outros consultores antes de atuar com base em qualquer informação contida no estudo de caso. A Addenda Capital não declara que os valores mobiliários, produtos ou serviços discutidos neste site são adequados ou apropriados para todos os investidores.

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: PRESTADOR DE SERVIÇOS DE DIÁLISE

CONTRIBUIU	Roman Rjanikov, Diretor de Pesquisa e Gestor Assistente de Carteira, DDJ Capital Management, LLC (DDJ)
TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO	Gestora de ativos
AUM TOTAL	US\$ 7,63 bilhões (em 30/4/2018)
AUM EM RENDA FIXA	US\$ 7,63 bilhões (em 30/4/2018)
PAÍS EM QUE OPERA:	EUA
FOCO DO ESTUDO DE CASO:	Exemplo de como os fatores G e S afetam as avaliações do risco de crédito no mercado <i>high yield</i>.

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

A empresa é prestadora de serviços de diálise renal para pacientes que sofrem de doença renal em estágio terminal (DRET), comumente conhecida como insuficiência renal. Pacientes com DRET precisam de diálise para remover artificialmente toxinas, fluidos e sais de sua corrente sanguínea, pois seus rins não desempenham mais essa função. A empresa presta serviços de diálise nos Estados Unidos por meio de uma rede nacional de centros ambulatoriais.

FATORES ASG QUE CONTRIBUÍRAM PARA A DECISÃO DE INVESTIMENTO

Nos últimos anos e em várias ocasiões, a empresa se envolveu em práticas relativamente agressivas (e, em alguns casos, possivelmente ilegais ou antiéticas) para aumentar o reembolso pago pelas seguradoras e o governo dos Estados Unidos e, portanto, seu lucro. Na avaliação do investimento na empresa, a DDJ concluiu que essas práticas constituem riscos sociais e de governança significativos para os investidores da empresa. Alguns exemplos são:

- Em maio de 2015, a empresa concordou em pagar US\$ 495 milhões para encerrar um processo de denúncia iniciado em 2011 por ex-funcionários que acusaram a empresa de deliberadamente desperdiçar medicamentos para receber pagamentos mais elevados do Medicare. O processo determinou que a empresa usou ilegalmente frascos de remédios maiores do que o necessário ou dividiu desnecessariamente dosagens de remédios em vários tratamentos, sabendo que o Medicare pagaria pelo que considerasse um desperdício “inevitável”.
- No final de 2016, a empresa estava supostamente “direcionando” os pacientes com DRET para planos de saúde do Affordable Care Act, resultando em um reembolso maior pago à empresa, embora por vezes custasse mais caro para os pacientes. Posteriormente a essas alegações, o Centers for Medicare and Medicaid Services (CMS) exigiu que os provedores de diálise,

incluindo a empresa, respondessem a uma solicitação de informações relacionadas ao direcionamento de pacientes. O CMS disse que está considerando implementar mudanças para lidar com essa prática, incluindo a imposição de penalidades financeiras a indivíduos e empresas por não fornecerem aos pacientes as informações corretas sobre cobertura.

- Por fim, a empresa costuma fazer vultosas contribuições voluntárias para o American Kidney Fund (AKF), o que é comum na indústria de prestadores de serviços de diálise. O AKF é uma organização sem fins lucrativos que se dedica principalmente à assistência de caridade, ajudando pacientes em diálise a pagar prêmios de seguro comercial. Os reembolsos pagos às operadoras de diálise são muito maiores do que os pagos pelo governo. Embora seja tecnicamente permitido aos prestadores de serviços de diálise oferecer assistência de caridade para o pagamento de prêmios, segundo opinião consultiva emitida pelo Departamento de Saúde e Serviços Humanos em 1997, esta prática vem sendo cada vez mais submetida ao escrutínio público e hoje é vista por algumas pessoas como fraude por parte destas operadoras.

A empresa emitiu títulos *high yield*. As principais agências de classificação identificaram o incidente do superfaturamento com o Medicare (que custou à empresa US\$ 495 milhões no acordo do processo) em seus relatórios de classificação, mas consideraram que o impacto financeiro não era grande o suficiente para justificar uma alteração negativa na classificação naquele momento. Além disso, os relatórios de classificação em geral não mencionam outros assuntos relacionados a ASG ou o fazem de modo superficial.

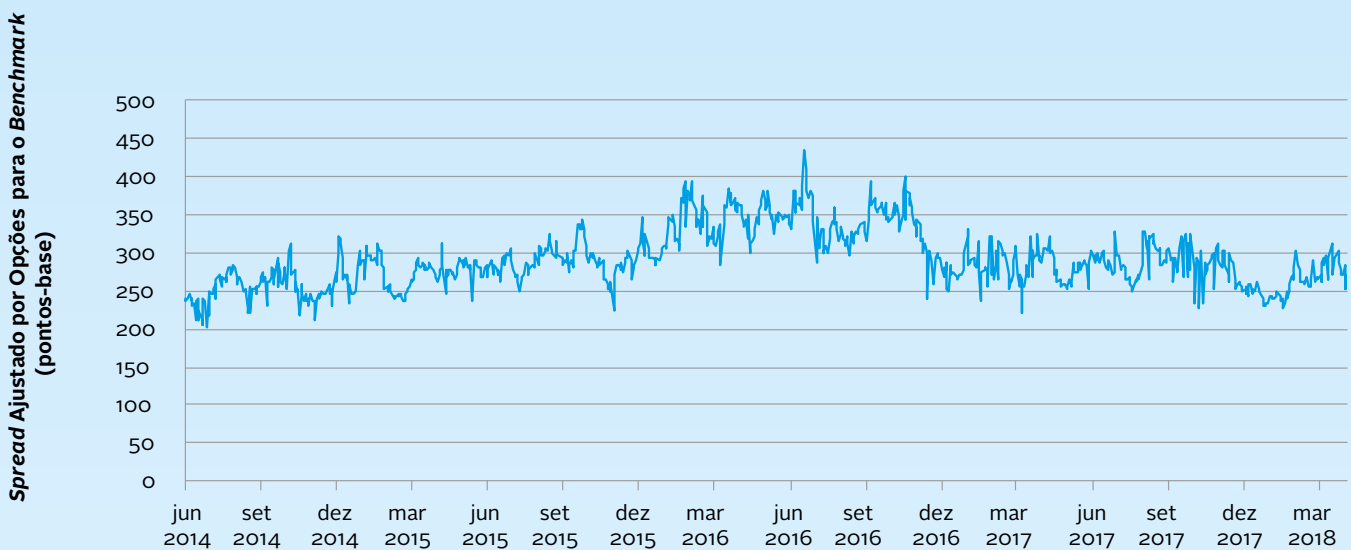
No que se refere especificamente a fatores ASG, o fornecedor terceirizado de classificação ASG contratado pela DDJ reconheceu as “repetidas alegações de práticas questionáveis de faturamento” da empresa, mas ainda assim atribuiu nota BBB, acima da nota média dentro do grupo de pares com os 10 maiores prestadores de serviços de saúde. Com base em sua própria pesquisa fundamentalista e *due diligence* da empresa, a DDJ acredita que esta classificação ASG é muito favorável em vista dos riscos sociais e de governança destacados acima.

IMPLICAÇÕES DE MERCADO

Somente como referência, o gráfico abaixo mostra o *spread* do título ao longo do período em questão (Figura 36). Como acontece com qualquer crédito, o *spread* foi afetado por uma série de fatores, além das condições gerais de mercado. Portanto, as observações sobre as mudanças no *spread*

podem não ser estatisticamente significativas para traçar qualquer vínculo direto com as questões ASG identificadas neste documento. Dito isso, a DDJ destaca um pico de curta duração no *spread* por volta de outubro de 2016, período em que vieram a público pela primeira vez as alegações de que a empresa havia direcionado pacientes para os planos de saúde do ACA.

Figura 36: A DDJ destaca um pico de curta duração em outubro de 2016, período em que vieram a público pela primeira vez as alegações de que a empresa havia direcionado os pacientes para os planos de saúde do ACA. Fonte: Bloomberg



PRINCIPAIS PONTOS

A DDJ acredita que sua análise fundamentalista da empresa é um bom exemplo de como uma pesquisa *bottom-up* de crédito pode identificar fatores de risco ASG que talvez não sejam devidamente analisados por provedores terceirizados de pontuações ASG, por agências de classificação de risco ou pelo restante do mercado. Nesse caso, com base no *due diligence* da DDJ, as persistentes preocupações com aspectos sociais e de governança contribuíram para a decisão da DDJ de evitar investir as carteiras de seus clientes em dívidas da empresa. No entanto, caso a dívida da empresa seja negociada em níveis atraentes no futuro, a DDJ revisará sua análise de crédito para determinar se as preocupações com aspectos sociais e de governança foram mitigadas ou se os títulos foram negociados em níveis nos quais a DDJ acredita que seus clientes serão devidamente compensados por assumir tais riscos relacionados a ASG.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

A DDJ Capital Management, signatária do PRI desde 2016, é uma gestora institucional especializada em investimentos em renda fixa nos mercados de crédito alavancado. Desde sua fundação em 1996, a DDJ tem procurado gerar retorno atraente e ajustado para o risco para seus clientes, aderindo a uma filosofia de investimento orientada a valor, *bottom-up* e fundamentalista. A equipe de investimento da DDJ tem vasta experiência em investimento em títulos emitidos por empresas sem grau de investimento e localizadas no nível inferior dos mercados de crédito, incluindo títulos *high yield*, empréstimos bancários e outros investimentos em situações especiais. A DDJ, gestora independente de investimentos com sede em Massachusetts, está registrada na Securities and Exchange Commission desde 1997.

AVISO LEGAL

As visões e opiniões aqui contidas são da DDJ Capital Management, LLC (“DDJ”) e podem não representar necessariamente aquelas expressas ou refletidas em outras comunicações, estratégias ou produtos da DDJ. Este exemplo de investimento pode conter material obtido diretamente de terceiros não afiliados, incluindo, sem limitação, documentos governamentais, relatórios financeiros e outros materiais públicos. Esse material de terceiros é considerado preciso e confiável; entretanto, não se deve confiar em nenhuma destas informações de terceiros sem uma verificação independente, e o DDJ não se responsabiliza por erros de fato ou opinião. As informações aqui contidas são publicadas somente para fins informativos e não devem ser interpretadas como uma solicitação ou oferta de compra ou venda de quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados. Para mais informações sobre a abordagem da DDJ para o Investimento Responsável, visite <http://www.ddjcap.com/ddjcapital-template/documents/pdfs/ddj-responsible-investment-policy-20171231.pdf>.

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: AGL ENERGY

CONTRIBUÍRAM

Chris Newton, Diretor Executivo, Investimento Responsável, e Nick Zannis, Diretor-Assistente, Investimentos em Dívida, Ásia, IFM Investors (IFM)

TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO

Gestora de ativos

AUM TOTAL

US\$ 78 bilhões (em 30/04/2018)

AUM EM RENDA FIXA

US\$ 22 bilhões (em 30/04/2018)

PAÍS EM QUE OPERA:

Global

FOCO DO ESTUDO DE CASO:

Exemplo de como os fatores A afetam a avaliação do risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

A AGL Energy (AGL) é uma empresa australiana de energia integrada. Está listada na ASX (Código: AGL) e é uma das 50 empresas do S&P/ASX por valor de mercado. A AGL opera negócios de varejo e do mercado *merchant* de energia, além de ativos de geração de energia e um portfólio de gás *upstream*. No momento em que este artigo foi escrito, a empresa estava classificada pela Moody's Investors Service como Baa2/estável²⁴.

A IFM Investors investiu diretamente na AGL, em ativos agora pertencentes à AGL Energy e em ativos nos quais a AGL foi a principal compradora da produção, o que corroborou nosso risco de contraparte para o mutuário. Com isso, a IFM conseguiu acessar a alta administração e entender a estratégia do negócio.

FATOR ASG QUE DIRECIONOU A DECISÃO DE INVESTIMENTO

A equipe de investimento da IFM incorporou vários aspectos ASG no processo de *due diligence* e de avaliação de crédito. A avaliação de crédito analisou o impacto para a carteira em termos de concentração e diversificação, e também incluiu os fatores ASG e seus impactos.

A análise financeira da AGL incluiu:

- revisão do resultado, do balanço e das métricas de crédito;
- teste de estresse e revisão dos compromissos financeiros contratuais (*covenants*);
- análise da estrutura de capital e vencimento de dívida, e risco de refinanciamento considerado para isso; e
- análise de pares.

A análise inicial destacou os riscos associados à mudança do clima devido à exposição considerável da AGL ao carvão. Como resultado do possível impacto financeiro relevante destes riscos relacionados ao meio ambiente, a equipe de investimento da IFM aprofundou a investigação. Esta apuração e a análise dos riscos identificados de mudança climática envolveram várias fontes externas como a Regnan/MSCI, relatórios de pesquisa de renda variável e informações gerais de mercado, além de reuniões com a administração da AGL.

A AGL é uma das maiores emissoras de gases de efeito estufa da Austrália, e ficou claro que a empresa reconhece seu papel no futuro de energia limpa do país. Assim, a estratégia da empresa se concentra em reduzir as emissões de gases de efeito estufa e ao mesmo tempo fornecer energia segura e acessível para os clientes.

As estratégias específicas da AGL para aumentar progressivamente o volume de energia gerada a partir de fontes renováveis e ao mesmo tempo encerrar as operações das usinas térmicas a carvão tiveram um impacto positivo em sua avaliação de crédito pela equipe de investimento.

Esta análise abrangente ajudou a equipe de investimento a determinar que a estratégia da AGL para reduzir e/ou mitigar os riscos de mudança climática para o negócio era suficiente para mitigar as implicações financeiras no longo prazo.

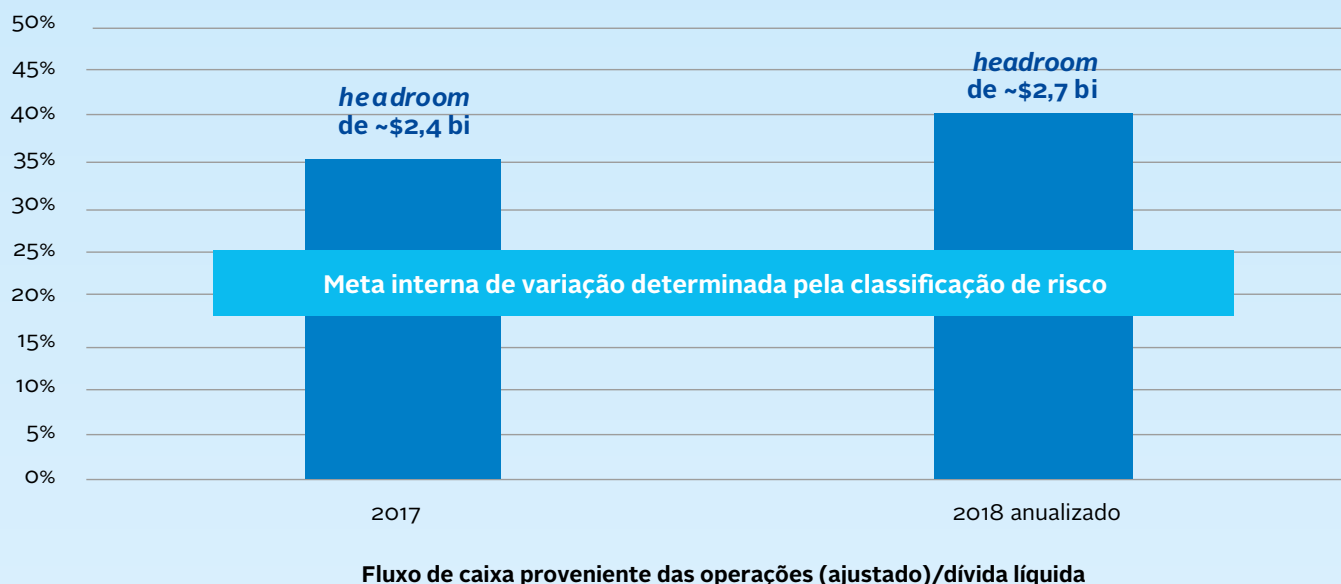
²⁴ Consulte ['Moody's assigns Baa2 rating to AGL with a stable outlook'](#), 8 de fevereiro de 2016.

IMPLICAÇÕES DE MERCADO

A AGL manteve um perfil de crédito estável nos últimos cinco anos. A IFM Investors avalia todos os investimentos de todas as suas carteiras quanto ao perfil de crédito, valor relativo e retorno ajustado para risco. O gráfico a seguir mostra uma das principais métricas de crédito que analisamos: o quociente de fluxo de caixa proveniente das operações (FFO) sobre a dívida líquida (Figura 37). Esta é uma medida da capacidade da empresa de pagar suas

dívidas utilizando o lucro operacional. Quanto maior o quociente, melhor é o posicionamento da empresa para pagar suas dívidas. A AGL busca manter uma margem confortável para sua classificação de risco atual, mantendo um perfil de vencimento de dívida diversificado e escalonado e uma linha de crédito disponível e não utilizada que seja suficiente para cobrir suas necessidades de liquidez. Como resultado, a IFM se sentiu confortável em apoiar a AGL e realizou o investimento.

Figura 37: Quociente de fluxo de caixa proveniente das operações (FFO) sobre a dívida líquida da AGL. Fonte: Resultados Semestrais da AGL Energy | 8 de fevereiro de 2018



PRINCIPAIS PONTOS

Uma boa estratégia corporativa pode mitigar riscos importantes: uma abordagem abrangente de *due diligence* para incorporar fatores ASG na análise de crédito destacou a sólida estratégia corporativa da AGL para mitigar o impacto financeiro da mudança climática em seu modelo de negócios no longo prazo.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

A IFM Investors é uma gestora global de fundos com US\$ 81 bilhões em ativos sob gestão em 31 de março de 2018. Fundada há mais de 20 anos, a IFM Investors tem como proprietários 27 fundos de pensão australianos e seus interesses estão profundamente alinhados aos de seus investidores. Equipes de investimento na Europa, América do Norte, Ásia e Austrália gerenciam estratégias institucionais em infraestrutura (renda variável e dívida), investimentos em dívida, renda variável listada em bolsa e *private equity*. A IFM Investors é uma investidora responsável e está comprometida com os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) da ONU, dos quais é signatária desde 2008. A IFM Investors tem escritórios em Melbourne, Sydney, Nova York, Londres, Berlim, Tóquio, Hong Kong e Seul. Para mais informações, acesse www.ifminvestors.com.

AVISO LEGAL

Este documento foi preparado sem levar em consideração os objetivos, a situação financeira ou as necessidades do leitor. Antes de seguir qualquer sugestão contida neste documento, você deve considerar se ela é adequada para as suas circunstâncias e consultar o Memorando de Informações apropriado antes de investir nos fundos mencionados aqui. IFM Investors Pty Ltd, ABN 67 107 247 727, AFS Licence No. 284404, CRD No. 162754, SEC File No. 802-75701.

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: STEINHOFF

Neste estudo de caso, duas investidoras, a Man Group e a nordIX AG, explicam como avaliaram o risco de crédito da Steinhoff International (SNH), como formaram sua visão e chegaram a uma decisão de investimento que foi direcionada pela preocupação cada vez maior sobre a governança da empresa.

CONTRIBUIU	Jeffrey Burch, Diretor Presidente, Man Group
TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO	Gestora de ativos
AUM TOTAL	US\$ 113 bilhões (em 31/03/2018)
AUM EM RENDA FIXA	US\$ 16 bilhões (em 31/03/2018)
PAÍS EM QUE OPERA:	Global
FOCO DO ESTUDO DE CASO:	Exemplo de como os fatores G afetam a avaliação do risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

A Steinhoff International (SNH) é um grande conglomerado que atua no varejo geral (não alimentício) de produtos com preços mais baixos. Fundada na Alemanha, mas sediada em Stellenbosch, na África do Sul, as ações da Steinhoff estão listadas em Frankfurt (listagem primária) e Joanesburgo (listagem secundária). Em 2017, segundo os relatórios da empresa, cerca de 60% de sua receita foi originada na Europa, 32% na África e o restante da Australásia e na América do Norte.

Nos últimos 50 anos, a Steinhoff cresceu de uma pequena varejista local para um conglomerado internacional. A maior parte desse crescimento recente veio através de aquisições. Aquisições recentes incluem a Poundland, loja de produtos de baixo custo do Reino Unido, a Pepkor, loja de produtos de baixo custo com sede na África do Sul, a Conforama, um dos maiores varejistas de móveis da Europa, e a Mattress Firm, fabricante de camas e colchões com sede nos Estados Unidos.

A estrutura de capital da dívida da Steinhoff era formada por empréstimos, títulos de dívida e títulos conversíveis. O título conversível de € 1,1 bilhão emitido em 2016 com vencimento em 2023 foi o maior instrumento de negociação em liquidez. A Steinhoff recebeu as notas Baa3 da Moody's e Aa1.za em escala local da África do Sul (com base em dados da Bloomberg e da Moody's Investors Service).

FATOR ASG QUE DIRECIONOU A DECISÃO DE INVESTIMENTO

Nossos fundos discricionários de crédito e de conversíveis estavam totalmente vendidos ou *underweight* para o risco Steinhoff. Nossa visão negativa foi formada após nossa pesquisa *bottom-up* de crédito não conseguir explicar a conversão da receita da empresa em fluxo de caixa. Além disso, seu longo histórico de crescimento por meio de aquisições nos incomodava. Nossos fundos discricionários

de renda fixa em geral tendem a evitar empresas que fazem grandes aquisições em muitas regiões ao redor do mundo, pois a integração e o gerenciamento dessas transações já foram um problema para muitas empresas no passado. Além disso, a lógica industrial limitada por trás de muitas das aquisições — devido às diferentes geografias dos mercados finais e diferentes categorias de produtos das empresas adquiridas — e divulgações financeiras pouco transparentes acenderam o sinal vermelho sobre a possível manipulação das demonstrações financeiras.

Em agosto de 2017, uma revista alemã fez uma matéria informando que o CEO da empresa, Markus Jooste, estava sendo investigado por possível fraude contábil. Além disso, houve alegações de transações com partes relacionadas envolvendo funcionários e ex-funcionários que não foram divulgadas adequadamente pela empresa. Embora essas alegações tenham sido refutadas pela empresa, em nossos engajamentos com agências de classificação de risco e outros participantes do mercado não nos convencemos de que o mercado estava avaliando corretamente esse risco de desvalorização.

A governança é um dos fatores mais importantes a serem avaliados no investimento em títulos de renda fixa. Os investidores em títulos de dívida desejam receber de volta o valor total de seu investimento, e a governança ruim pode prejudicar isso, alterando o preço corrente de mercado dos títulos e causando um possível impacto sobre o vencimento final.

Também é notória a dificuldade de se atribuir uma nota absoluta para a governança absoluta ou de modelá-la em métricas prospectivas tradicionais de crédito. Tendemos a utilizar um sistema de bandeira vermelha, que evita os créditos sinalizados com governança inadequada. O histórico de aquisições em série da Steinhoff, envolvendo lógica industrial limitada, e as alegações de fraude contábil levantaram a bandeira vermelha para nós.

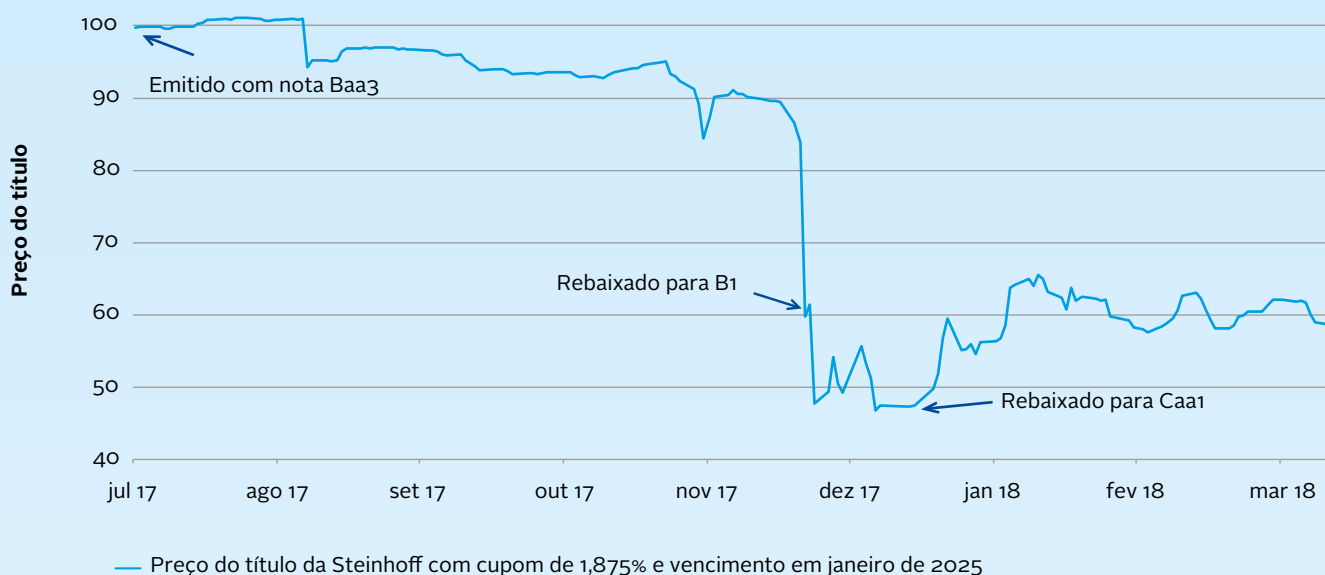
IMPLICAÇÕES DE MERCADO

A notícia, de agosto de 2017, sobre supostas irregularidades contábeis a princípio fez com que os *yields* subissem cerca de 1 ponto percentual e o preço dos títulos caísse. Outras questões levantadas em novembro tiveram um impacto semelhante, mas a maior queda veio no início de dezembro de 2017, quando a empresa anunciou que os auditores não haviam aprovado as contas daquele ano. O CEO Markus Jooste pediu demissão no dia seguinte (Figura 38).

PRINCIPAIS PONTOS

O caso Steinhoff ilustrou mais uma vez a importância da análise ASG nos investimentos em renda fixa. Pode ser mais difícil incluir fatores ambientais e sociais na análise de crédito tradicional, mas a governança sempre foi e sempre será um fator-chave na determinação da qualidade do crédito de um emissor. Para a Steinhoff, o que nos fez parar para pensar não foi tanto a alteração em métricas tradicionais específicas de crédito, mas a governança geral e questões estratégicas relacionadas à empresa. Situações como essa fazem os investidores em títulos de dívida se lembrar do tremendo risco de desvalorização que pode surgir quando a governança da empresa é questionada.

Figura 38: O título da Steinhoff com cupom de 1,875% e vencimento em janeiro de 2025 vem sendo negociado muito abaixo do valor nominal desde sua emissão. Fontes: Bloomberg e Moody's Investors Service



INFORMAÇÕES DA EMPRESA

O Man Group é uma gestora ativa de investimentos cujo objetivo é entregar desempenho atraente e soluções para carteiras de clientes, utilizando as tecnologias mais recentes em nossos negócios para garantir que continuemos na vanguarda de nossa indústria, que está em evolução.

Oferecemos produtos somente comprados (*long-only*), alternativos e de mercados privados, tanto de gestor único como multi-gestor. Desenvolvemos soluções sob medida e

serviços de fundo de fundos de hedge que utilizam a tecnologia avançada, a infraestrutura e a experiência da empresa. Investimos continuamente em tecnologia, talento e pesquisa para oferecer os melhores resultados aos nossos clientes.

Nossos gestores de investimento administram US\$ 109,1 bilhões para nossos clientes globais, com investidores institucionais representando 82% dos fundos sob gestão do grupo.

AVISO LEGAL

As organizações e/ou instrumentos financeiros mencionados aqui servem unicamente como referência. O conteúdo deste material não deve ser considerado como recomendação para compra ou venda. As opiniões expressas são de responsabilidade do autor e podem não ser compartilhadas por todos os funcionários do Man Group plc ('Man'). Estas opiniões estão sujeitas a alterações sem aviso prévio, têm finalidade unicamente informativa e não constituem uma oferta ou convite para fazer um investimento em qualquer instrumento financeiro ou em qualquer produto para o qual qualquer membro do grupo de empresas Man preste consultoria de investimento ou quaisquer outros serviços. Salvo disposição em contrário, este comunicado é publicado pela Man Solutions Limited, autorizada e regulada pela Autoridade de Conduta Financeira (FCA) do Reino Unido.

STEINHOFF (CONTINUAÇÃO)

CONTRIBUIU	Christoph Klein, Sócio, nordIX AG
TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO	Gestora de ativos
AUM TOTAL	US\$ 413 milhões (em 31/03/2018)
AUM EM RENDA FIXA	US\$ 413 milhões (em 31/03/2018)
PAÍS EM QUE OPERA:	Alemanha
FOCO DO ESTUDO DE CASO:	Exemplo de como os fatores G afetam a avaliação do risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

Desde que a SNH admitiu a ocorrência de irregularidades contábeis em dezembro de 2017 e que seu CEO, Christoffel Wiese, saiu da empresa logo em seguida, o título de dívida da SNH vem sendo severamente penalizado; no entanto, vários sinais de alerta aconteceram antes disso, principalmente relacionados à governança. Por exemplo, o CEO era bastante influente, detendo 23% das participações da SNH em emissores *high yield* internacionais e não de varejo, tais como a Iceland Foods, via a Brait SE. Além disso, a SNH expandiu de maneira agressiva desde a mudança de sua listagem primária de ações de Joanesburgo para Frankfurt em 2015, ao adquirir a Poundland da Grã-Bretanha, a Mattress Firm dos Estados Unidos e a Fantastic da Austrália²⁵. Entre 2013 e 2017, a SNH gastou quase € 5 bilhões.

O MSCI rebaixou a classificação ASG da SNH para BB em 21 de dezembro de 2015, com base na governança ruim e em padrões contábeis inadequados e, em 21 de dezembro de 2017, rebaixou a classificação mais uma vez, para B, refletindo a escalada do escândalo contábil e a necessidade de a empresa corrigir e republicar seus resultados financeiros²⁶. Em 7 de dezembro, a Moody's também rebaixou a SNH de Baa3 para B1, citando as incertezas e implicações para a liquidez e a estrutura de capital de dívida da empresa causadas por um anúncio de seu conselho fiscal em 6 de dezembro de 2017²⁷.

Em 2018, a SNH levantou € 480 milhões com a colocação de ações do Grupo PSG, que se somaram aos € 300 milhões que já haviam sido levantados desde dezembro de 2017. Pode ser que a SNH precise vender mais ativos para cumprir obrigações financeiras no valor de € 1,5 bilhão com vencimento em 2018²⁸. Portanto, os preços dos títulos de dívida estão hoje em um nível problemático.

FATOR ASG QUE DIRECIONOU A DECISÃO DE INVESTIMENTO

A nordIX AG observou que já havia sinais de alerta sobre a governança corporativa da empresa nas contas de 2016 devido à falta de dados importantes de fluxo de caixa, conforme noticiado pela Bloomberg. No entanto, utilizando um modelo quantitativo baseado em análise discriminante como parte do processo de investimento de crédito, Christoph Klein criou uma pontuação (classificação CK) que pode ser calibrada para uma classificação de risco e comparada com as notas de outras CRAs²⁹.

As métricas utilizadas nos modelos tradicionais de risco de crédito incluem o quociente de fluxo de caixa livre sobre o passivo total; a estabilidade dos fluxos de caixa operacionais (a mediana do fluxo de caixa proveniente das operações dividida pelo desvio padrão do fluxo de caixa das operações); lucro retido dividido pelos ativos totais (refletindo o histórico de rentabilidade e a política de dividendos e recompra de ações da empresa, o que pode sinalizar um valor agressivo para o acionista); e valor total de mercado.

IMPLICAÇÕES DE MERCADO

A tabela a seguir mostra como a metodologia acima contribuiu para nossa visão negativa (Figura 39). Utilizando as contas de 2015-2016 e fazendo simulações para 2017, com base, por exemplo, em diferentes avaliações dos ativos da empresa e no que poderia ser liquidado para levantar caixa, assim como possíveis penalidades e encargos de reestruturação, a classificação CK teria produzido uma pontuação de -1,71, equivalente a um B2 (que então pode ser comparado com a nota de uma CRA).

25 Strydom, T.J. 'Steinhoff accounting scandal sinks shares, CEO exits', Thomson Reuters, 12 de dezembro de 2017.

26 MSCI ESG Research, Steinhoff International Holdings, 23 de março de 2018.

27 'Moody's downgrades Steinhoff to B1 from Baa3, rating on review for further downgrade', 7 de dezembro de 2017, Moody's Investors Service.

28 Allen, C.; Liu S., Steinhoff Research Primer, Bloomberg, 2018.

29 Para mais informações sobre o CK-rating, consulte Klein, C. 'Analysis and Evaluation of Corporate Bonds', Handbook of Finance, F.J. Fabozzi, Wiley & Sons, Hoboken 2008, volume 2, pp. 447-454; e Klein C. 'Integrating ESG into the Fixed-Income Portfolio' CFA, 2015 CFA Institute, 4T15.

Figura 39: Simulação da contabilidade e da classificação CK da Steinhoff. Fontes: Relatórios da empresa, Bloomberg e nordIX.

PRINCIPAIS INDICADORES FINANCEIROS	2017 Simulação CK	2016 Real	2015 Real
Ativo Total (€ bi)	28,0	32,2	23,1
Fluxo de Caixa Livre (€ bi)	-1,0	ND	1,1
Passivo Total (€ bi)	15,0	16,2	9,7
Caixa proveniente das operações (€ bi)	1,2	ND	1,5
Lucro Retido (€ bi)	-8,0%	-5,6	4,4
Valor Total de Mercado (€ bi)	1,0	30,4	24,6
Quociente de Cobertura de Juros	2,0	9,3	5,4
Dívida Total/Ativo Total (%)	50,0	25,1	201,4
Fluxo de Caixa Livre/Passivo Total (%)	-6,7	ND	11,7
Coefficiente de Variação de FCL (Invertido)	1,5	2,1	2,4
Lucro Retido/Ativo Total (%)	-28,6	-17,5	19,2
NOTA CK	-1,7	0,3	0,1
CLASSIFICAÇÃO CK	B2	BBB2	BBB2
Classificação da Moody's Investors Service		Baa3	Baa3

ND Não Disponível

PRINCIPAIS PONTOS

- O caso SNH mostra a importância de se considerar fatores ASG relevantes, como qualidade contábil e agressividade em fusões e aquisições, além das métricas financeiras “clássicas”.
- A próxima tarefa da nordIX AG é construir modelos quantitativos de classificação de risco que também utilizem KPIs ASG relevantes como dados de entrada para avaliações e simulações internas de classificação de risco.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

Fundada em 2009, a NordIX AG atua como gestora de recursos de clientes pessoa física e fundos mútuos, além de corretora de títulos de renda fixa para investidores institucionais e bancos, com competência central em títulos de dívida e produtos de renda fixa. Sua equipe de corretagem se concentra em títulos sem liquidez de instituições financeiras e governos e conta com uma rede internacional composta por bancos, gestoras de ativos e outros investidores institucionais.

AVISO LEGAL

O documento acima é meramente informativo e não deve ser considerado como oferta, recomendação de investimento ou solicitação para participar dos investimentos ou fundos mencionados aqui pela nordIX e não constitui pesquisa de investimento.

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: UMA CREDORA DE HIPOTECAS CANADENSE

CONTRIBUIU	Altat Nanji, CFA, Diretor Presidente e Head de Crédito, Manulife Asset Management
TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO	Gestora de ativos
AUM TOTAL	US\$ 394 bilhões (em 31/03/2018)
AUM EM RENDA FIXA	US\$ 163 bilhões (em 31/03/2018)
PAÍS EM QUE OPERA:	Global
FOCO DO ESTUDO DE CASO:	Exemplo de como os fatores G afetam a avaliação do risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

Uma credora de hipotecas canadense emitiu um título sênior sem garantia e com pagamento de cupom em maio de 2014, com vencimento em três anos. Próximo do vencimento, a Ontario Securities Commission (OSC) notificou a empresa por supostamente distorcer informações em divulgações públicas. A classificação de crédito com grau de investimento da empresa (BBB/BBB(H)) foi colocada em observação com possibilidade de rebaixamento em 30 de março de 2017, e a OSC intensificou sua investigação pouco depois. Supostamente, a empresa já havia registrado fraude de corretores devido a falhas no gerenciamento de riscos. A empresa realizou uma investigação interna após tomar conhecimento das divergências nas informações de verificação de renda enviadas por seus corretores de hipotecas; no entanto, essas informações não foram divulgadas ao público em tempo hábil.

FATOR ASG QUE DIRECIONOU A DECISÃO DE INVESTIMENTO

A equipe canadense de renda fixa da Manulife Asset Management começou a reduzir significativamente sua exposição à empresa no último trimestre de 2016, quando se soube que a empresa não estava lidando bem com as discussões com o órgão regulador. A equipe entendia que não era incomum uma empresa discordar de um órgão regulador, mas a forma como o ambiente regulatório era tratado poderia determinar o tamanho do problema.

No final de março de 2017, o principal executivo saiu repentinamente da empresa e o órgão regulador começou a intensificar sua investigação. A preocupação cada vez maior com a abordagem da empresa para gerenciar a investigação regulatória e o aumento da regulação de hipotecas residenciais no Canadá porque o mercado imobiliário estava superaquecido levaram a equipe a entrar em uma segunda fase de redução de exposição, liquidando todas as posições na empresa em abril de 2017 por um preço acima do valor nominal. A equipe reconheceu que havia um alto risco de deterioração do perfil de crédito da empresa. Conforme a situação piorava, a empresa registrou uma corrida por

depósitos e, no início de maio, suas classificações de risco caíram de um sólido BBB para um fraco B, e os preços dos títulos caíram bem abaixo do valor nominal.

No início de maio, o *head* de pesquisa de crédito da Manulife Asset Management examinou o título mencionado — agora muito próximo do vencimento e com precificação bem abaixo do valor nominal — e descobriu que o mercado havia reagido exageradamente às preocupações regulatórias e com a governança corporativa. Os antigos administradores foram substituídos, e isso deixou a equipe mais confortável com a governança corporativa da empresa. O novo CEO tinha vasta experiência no setor bancário e sinalizou ao mercado que o problema seria resolvido rapidamente com o órgão regulador. Essas mudanças, somadas à linha de crédito obtida pela empresa, foram avaliadas positivamente pela equipe. Para a equipe, a linha de crédito emergencial seria destinada a garantir a liquidez para pagar os títulos que estavam vencendo e não para iniciar as negociações de falência.

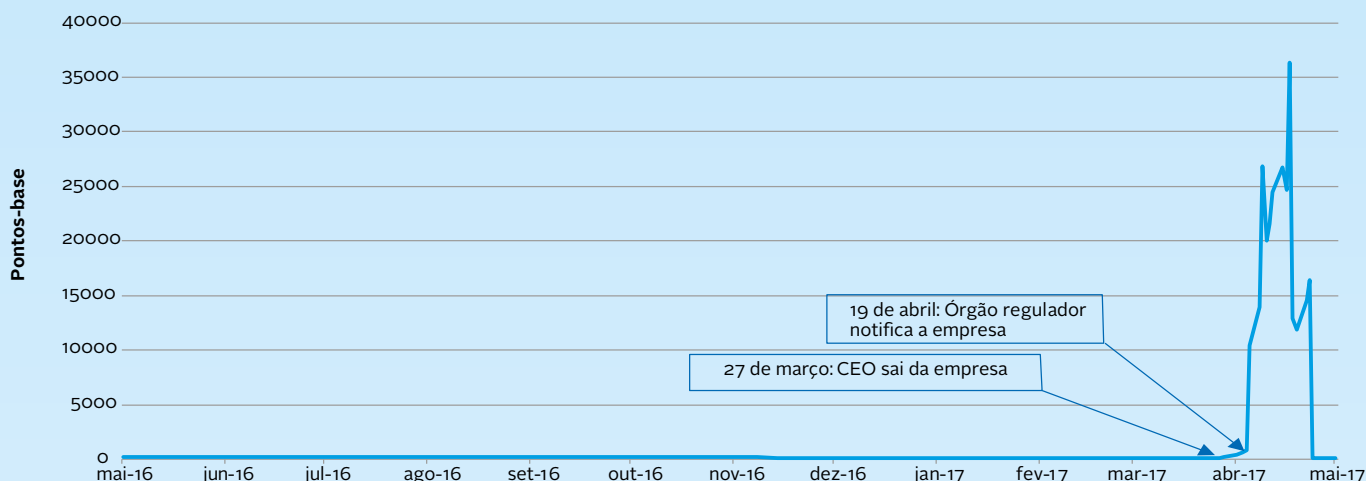
Embora a equipe não tivesse investido neste título específico anteriormente, o *head* de pesquisa de crédito fez uma recomendação de compra com base nas seguintes conclusões:

- **Cenário de base:** a empresa permaneceria em atividade até a data de vencimento dos títulos de 2017 e teria ampla liquidez para pagar o valor principal.
- **Melhor cenário:** a empresa seria vendida para uma organização que tivesse força financeira suficiente para aliviar seus problemas de financiamento de curto prazo. Isso faria com que as notas de 2017 se movimentassem em direção ao valor nominal antes da data de vencimento real.
- **Pior cenário:** o pior cenário seria a empresa ser considerada insolvente antes do vencimento das notas de 2017 e ser colocada em falência. O principal risco neste cenário seria a inadimplência da empresa, com a uma recuperação demorada, impactando negativamente o retorno projetado.

A equipe de renda fixa canadense deu continuidade à recomendação (Figura 40). A empresa conseguiu navegar pelo período de estresse e hoje continua em operação.

IMPLICAÇÕES DE MERCADO

Figura 40: Os *spreads* da empresa ampliaram de maneira significativa com os riscos regulatórios e de governança corporativa. *Spread* dos títulos X *benchmark**. Fonte: Bloomberg



*O *benchmark* é um título do tesouro canadense com vencimento semelhante.

PRINCIPAIS PONTOS

Este case de investimento mostra que a inclusão cuidadosa de fatores de governança e regulatórios na análise fundamentalista pode ajudar os participantes do mercado a precificar melhor o risco, o que pode levar a uma redução na exposição durante períodos de incerteza ou à adição de uma exposição quando o mercado reagir exageradamente a estes fatores.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

A Manulife Asset Management é a subsidiária global de gestão de ativos da Manulife Financial Corporation (Manulife). Oferecemos soluções abrangentes de gestão de ativos para investidores em uma ampla gama de classes de ativos públicos e privados, bem como soluções de alocação de ativos. Também fazemos gestão de carteira para produtos de varejo das afiliadas Manulife e John Hancock.

Nossa experiência em investimentos inclui *public* e *private equity*, renda fixa, renda variável e dívida dos setores imobiliário e de infraestrutura, áreas florestais e agrícolas, petróleo e gás e dívida mezanino. Operamos nos Estados Unidos, Canadá, Brasil, Reino Unido, Nova Zelândia, Austrália, Japão, Hong Kong, Cingapura, Taiwan, Indonésia, Tailândia, Vietnã, Malásia, Filipinas, e por meio de uma joint venture na China, a Manulife TEDA. Também atendemos investidores em mercados selecionados da Europa, Oriente Médio e América Latina. Em 31 de março de 2018, os ativos sob gestão da Manulife Asset Management somavam aproximadamente C\$ 508 bilhões (US\$ 394 bilhões, £ 281 bilhões, € 320 bilhões). Para mais informações, visite ManulifeAM.com.

AVISO LEGAL

Este material, destinado ao uso exclusivo dos destinatários que têm permissão para recebê-lo de acordo com leis e regulamentos aplicáveis das jurisdições relevantes, foi produzido pela Manulife Asset Management, e suas opiniões expressas aqui se referem à data desta publicação e estão sujeitas a alterações. As informações e/ou análises contidas neste material foram compiladas ou obtidas a partir de fontes consideradas confiáveis, mas a Manulife Asset Management não se responsabiliza por sua exatidão, correção, utilidade ou integridade, nem por qualquer perda resultante do uso deste documento ou das informações e/ou análises aqui contidas. A Manulife Asset Management se isenta de qualquer responsabilidade de atualizar tais informações. A Manulife Asset Management, suas afiliadas e seus diretores, executivos ou funcionários não se responsabilizam por qualquer perda ou dano direto ou indireto nem por quaisquer outras consequências resultantes da atuação de qualquer pessoa com base ou não nas informações aqui contidas. Todos os resumos e comentários são de natureza geral e para o interesse atual. Embora sejam úteis, esses resumos não substituem a consultoria profissional tributária, de investimentos ou jurídica. Os clientes devem buscar consultoria profissional para suas situações particulares. A Manulife, a Manulife Asset Management™, suas afiliadas ou seus representantes não prestam consultoria tributária, de investimento ou jurídica. O desempenho passado não é garantia de resultado futuro. Este material foi preparado exclusivamente para fins informativos, não constitui recomendação, consultoria profissional, oferta ou convite da Manulife Asset Management ou em seu nome para qualquer pessoa comprar ou vender qualquer valor mobiliário ou adotar qualquer estratégia de investimento, e não representa indicação de intenção de negociação em qualquer fundo ou conta administrada pela Manulife Asset Management. Nenhuma estratégia de investimento ou técnica de gerenciamento de riscos pode garantir retorno ou eliminar o risco em qualquer ambiente de mercado. Salvo disposição em contrário, todos os dados são fornecidos pela Manulife Asset Management.

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: UM EMISSOR ESTATAL EM UM MERCADO EMERGENTE

CONTRIBUÍRAM

Nish Popat, Gestor Sênior de Carteira, Mercados Emergentes, e Greg Magnuson, Analista Sênior de Pesquisa, Dívida de Mercados Emergentes, Neuberger Berman

TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO

Gestora de ativos

AUM TOTAL

US\$ 299 bilhões (em 31/03/2018)

AUM EM RENDA FIXA

US\$ 135 bilhões (em 31/03/2018)

PAÍS EM QUE OPERA:

Global

FOCO DO ESTUDO DE CASO:

Exemplo de como os fatores G afetam a avaliação do risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

Os fatores ASG podem ser particularmente importantes para a qualidade do crédito em renda fixa de mercados emergentes (ME). Isso se aplica principalmente a emissores estatais que estão expostos tanto aos riscos soberanos como aos riscos corporativos. Neste exemplo, nossa avaliação proprietária de riscos ASG em uma empresa estatal nos permitiu evitar um escândalo de governança e, em seguida, aproveitar a oportunidade gerada pela precificação incorreta do risco associado.

FATOR ASG QUE DIRECIONOU O INVESTIMENTO

Antes de avaliarmos o risco ASG de um emissor corporativo, utilizamos a experiência de nossa equipe especializada em soberanos para entender os fatores de risco ASG específicos do país, que compreendem 40% do nosso modelo de crédito de país, e incluem questões como estabilidade e segurança política e corrupção. Esses sinais podem permanecer fracos mesmo quando indicadores macroeconômicos mais amplos melhoram em um país. Essa compreensão do risco soberano pode ser importante para a avaliação de emissores corporativos estatais, pois os fatores de risco ASG ou de crédito, com frequência, não são aparentes.

Como fazia emissões com frequência e tinha um peso importante em *benchmarks* de ME, uma empresa estatal de petróleo e gás representava um caso ímpar para análise. Desde 2011, o perfil de crédito da empresa vinha sofrendo com o envolvimento do governo na tomada de decisões corporativas, chegando ao ponto de o balanço da empresa ser utilizado para subsidiar os preços dos combustíveis do país e projetos ambiciosos de infraestrutura. Como nos preocupávamos com a deterioração das métricas de crédito e de governança corporativa, em 2014 estávamos *underweight* no emissor em relação ao *benchmark*. No entanto, mantivemos a exposição ao setor de petróleo e gás do país, assumindo posições em outros emissores, com valor justo melhor e fora do *benchmark*.

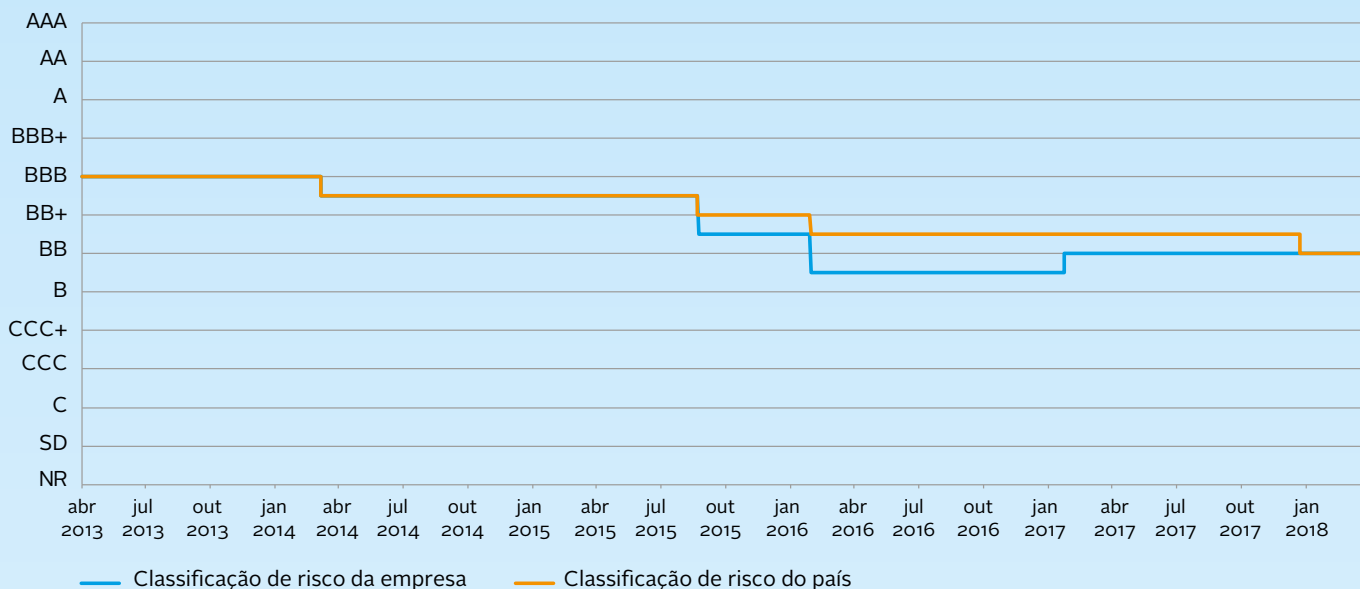
No final de 2014, a empresa foi envolvida em um escândalo de corrupção. O impacto do escândalo no balanço patrimonial fez com que as principais divulgações financeiras fossem adiadas, causando grande volatilidade ao restringir o acesso da empresa ao mercado e colocando em xeque a adequação de sua posição de liquidez. Durante o quarto trimestre de 2014, revisamos as empresas que tinham exposição a derivativos do emissor e ao escândalo, e saímos dessas posições para mitigar o risco. Ao mesmo tempo, sentimos que a própria dívida do emissor estava sendo excessivamente penalizada pelo mercado e, devido à nossa confiança de que o suporte soberano permitiria à empresa ultrapassar estes desafios, optamos por assumir uma exposição ao emissor com peso do *benchmark*.

Participamos de um *call* de mercado com a empresa em novembro de 2014 para discutir o atraso nas divulgações financeiras e nos reunimos com a administração em janeiro de 2015 para entender o plano da empresa para tratar das deficiências de governança. Ficamos motivados com as medidas planejadas para melhorar a governança corporativa. A alta administração foi substituída em fevereiro de 2015, o que resultou em práticas de contratação mais transparentes que garantiriam a qualificação profissional e ética dos candidatos, na melhoria dos controles financeiros internos e em protocolos de compras e contratações mais claros.

Participamos de outros *calls* de mercado com a alta administração e monitoramos a implementação de melhorias cruciais na governança. Quando a empresa recuperou o acesso ao mercado, nos reunimos novamente com a administração, em maio de 2015, e aproveitamos os preços baixos dos títulos para ampliar nossa posição.

Mesmo com as estruturas de governança aprimoradas, os riscos políticos permanecem, mas a administração continuou comprometida em reduzir a dívida e focar na disciplina de custo e capital, além de melhorar a transparência, tornando sua política de preços de combustível mais orientada para o mercado e introduzindo parceiros privados para evitar uma reversão da política por administrações futuras. Nosso engajamento consistente com a administração ao longo dos anos nos permitiu ter uma visão mais bem fundamentada de seus padrões de governança e seu impacto no desempenho dos fundamentos.

Figura 41: Histórico da S&P Global para a classificação do emissor estatal e de seu país de operações. Fonte: S&P Global Ratings

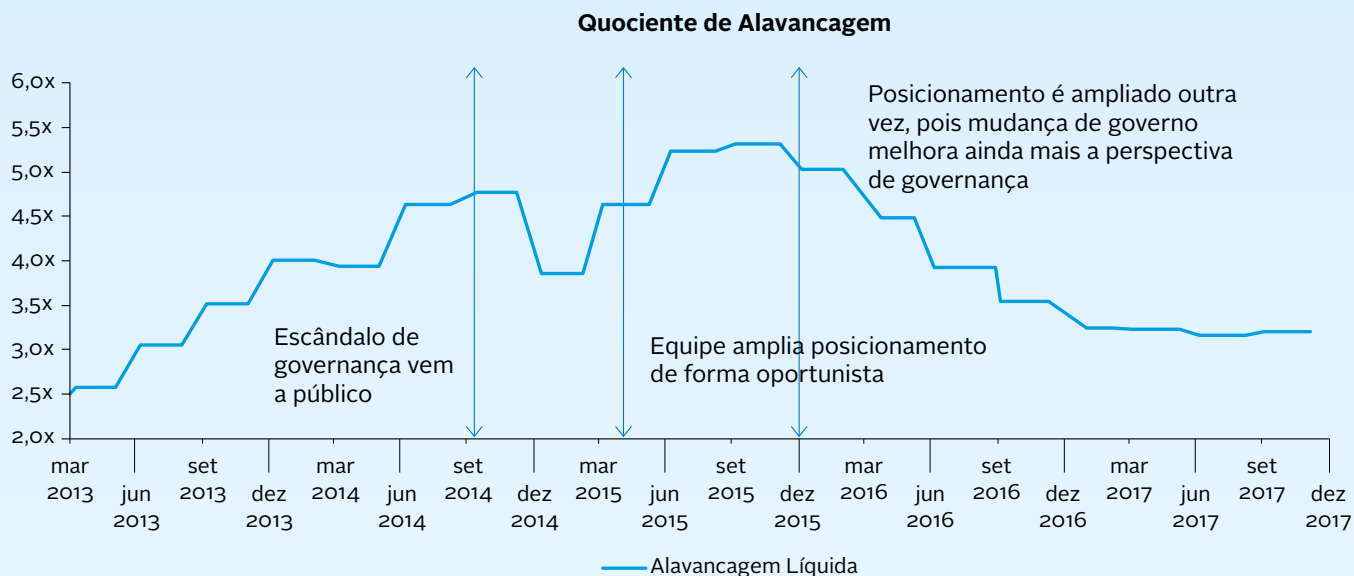


IMPLICAÇÕES DE MERCADO

A alavancagem cresceu acentuadamente em 2013 e 2014 devido a decisões administrativas influenciadas pelo governo. A governança aprimorada foi um dos principais fatores que levaram à melhoria das métricas de crédito

a partir de meados de 2015, e nosso engajamento nos permitiu ampliar o posicionamento de forma oportunista diante de uma tendência de melhoria de longo prazo (Figuras 41-42).

Figura 42: A governança aprimorada foi um fator-chave para a melhoria nas métricas de crédito a partir de meados de 2015. Fonte: Relatórios da empresa.



PRINCIPAIS PONTOS

Como os fatores ASG soberanos e corporativos podem interagir na análise da qualidade do crédito na renda fixa de mercados emergentes, o engajamento pode trazer informações adicionais e evitar escândalos, e pode até mesmo permitir que se tire vantagem da precificação incorreta do risco associado. Esses riscos às vezes não aparentes podem significar que os fornecedores e os participantes da cadeia *downstream* não sabem que têm exposição a fatores ASG, e os mercados podem reagir exageradamente a estes fatores ou reconhecê-los tardiamente, o que pode gerar oportunidades para investidores engajados.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

A Neuberger Berman, fundada em 1939, é uma gestora de investimentos privada, independente e de propriedade de seus funcionários. A empresa administra uma série de estratégias — incluindo renda variável, renda fixa, quantitativas e classes de multiativos, *private equity* e fundos de hedge — em nome de instituições, consultores e investidores individuais em todo o mundo, com escritórios em 20 países e uma equipe de mais de 1.900 profissionais. Com foco na estabilidade e no longo prazo, a empresa promove uma cultura de investimento baseada na pesquisa fundamentalista e no pensamento independente. A Neuberger Berman acredita que características ASG relevantes são um importante direcionador do retorno do investimento de longo prazo, tanto do ponto de vista da oportunidade quanto da mitigação de risco. A equipe de dívida de ME opera a partir de quatro escritórios ao redor do mundo, o que lhes proporciona um profundo conhecimento, contatos e pesquisas em nível local. Sua pesquisa proprietária é um elemento crucial do processo de investimento. Para mais informações sobre a abordagem da Neuberger Berman para o Investimento ASG, visite www.nb.com/esg.

AVISO LEGAL

Os dados contidos aqui são meramente informativos, não representando conselho de investimento, jurídico, fiscal ou outro, nem devem ser utilizados como base para a realização de investimentos e tomada de outras decisões. Os autores e divulgadores não estão oferecendo consultoria jurídica, econômica ou de investimento, nem outros serviços profissionais neste documento. A PRI Association não se responsabiliza pelo conteúdo de websites e outros materiais informativos de terceiros que podem porventura ter sido mencionados. O acesso fornecido a estes sites ou a tais materiais informativos não constitui endosso por parte da PRI Association às informações contidas neste documento. Salvo disposição em contrário, opiniões, recomendações, resultados, interpretações e conclusões expressas aqui são dos vários profissionais que contribuíram para a confecção deste material e não necessariamente representam os pontos de vista da PRI Association ou dos signatários dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI). A inclusão de exemplos de empresas de forma alguma constitui endosso de tais organizações por parte da PRI Association ou dos signatários dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Ainda que tenhamos nos esforçado para assegurar que todas as informações contidas aqui foram obtidas de fontes confiáveis e atualizadas, a natureza mutável da estatística, da legislação, de regras e regulamentos pode resultar em atrasos, omissões ou imprecisões. A PRI Association não é responsável por quaisquer erros ou omissões, nem por quaisquer decisões tomadas ou ações realizadas com base nas informações contidas neste website, ou ainda por quaisquer perdas e danos resultantes de ou causados por tais decisões ou ações. Todas as informações aqui contidas são fornecidas para efeito de mera informação, sem garantia de completude, precisão e tempestividade, ou dos resultados obtidos a partir do uso de tais informações, sem, ainda, garantia expressa ou limitada de qualquer espécie.

Alavancagem Líquida é a quantidade de capital que entra na forma de dívida (empréstimos), ou seja, avalia a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações financeiras.

Este material não é uma oferta de produtos ou serviços da Neuberger Berman. Este material é de natureza geral, não é voltado a nenhuma categoria de investidores e não deve ser considerado individualizado, nem uma recomendação, uma consultoria de investimento ou uma sugestão para se envolver ou não em qualquer curso de ação relacionado a investimentos. As decisões de investimento e a adequação deste material devem se basear nos objetivos e nas circunstâncias individuais de cada investidor, segundo orientação de seus consultores. Os produtos e serviços da Neuberger Berman podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para todos os tipos de clientes. Visite www.nb.com/disclosure-global-communications para saber mais sobre as entidades específicas e limitações e restrições jurisdicionais. O nome e o logotipo “Neuberger Berman” são marcas registradas do Neuberger Berman Group LLC. © 2018 Neuberger Berman Group LLC. Todos os direitos reservados.

ESTUDO DE CASO DE RISCO DE CRÉDITO: COCA COLA AMATIL

CONTRIBUIU	George Bishay, Gestor de Carteira, Pental Group Limited (antiga BT Investment Management)
TIPO DE PARTICIPANTE DO MERCADO	Gestora de ativos
AUM TOTAL	US\$ 76,2 bilhões (em 31/03/2018)
AUM EM RENDA FIXA	US\$ 13,9 bilhões (em 31/03/2018)
PAÍS EM QUE OPERA:	Austrália
FOCO DO ESTUDO DE CASO:	Exemplo de como os fatores S afetam a avaliação do risco de crédito

CONTEXTO DO CASE DE INVESTIMENTO

A Coca Cola Amatil (CCL) é uma das maiores engarrafadoras e distribuidoras de bebidas alcoólicas e não alcoólicas da Ásia-Pacífico. A maioria de seus produtos não contém álcool e tem alto teor de açúcar. Há muitos anos, a Pental Group Limited (Pental) se preocupa com os efeitos negativos de mudanças estruturais na demanda do consumidor por opções mais saudáveis e de riscos regulatórios relacionados ao consumo de açúcar e seus impactos na rentabilidade da empresa. Devido a estas preocupações, a Pental manteve uma posição *underweight* na CCL nos seus fundos australianos de renda fixa por muitos anos.

FATORES ASG QUE DIRECIONARAM A DECISÃO DE INVESTIMENTO

A posição da Pental na empresa reflete sua visão de que os riscos sociais relacionados ao alto teor de açúcar e sua ligação com o diabetes e a obesidade não foram precificados no *spread* de crédito do emissor e, portanto, a Pental esperava que os *spreads* de crédito da CCL tivessem um desempenho ruim ao longo do tempo. Há também o risco regulatório da possível taxaço sobre o açúcar nos principais mercados. Do ponto de vista financeiro, os *spreads* de crédito da CCL estão apertados e, na opinião da Pental, não levam em consideração os riscos sociais em comparação com emissores com classificação semelhante.

O processo de análise de crédito da Pental incorpora a análise fundamentalista do emissor e a modelagem quantitativa proprietária para avaliar as oportunidades de investimento. Em particular, o framework de seleção de crédito se concentra em quatro categorias:

1. Perfil do negócio (como posição competitiva e qualidade da administração);
2. Perfil financeiro (como métricas de fluxo de caixa e cronogramas de vencimento de dívidas);
3. Fatores de risco (incluindo regulamentação e fontes de financiamento); e
4. Fatores de valuation (como valor relativo, força técnica e de *covenants*).

Os fatores ASG são geralmente capturados nas categorias de perfil de negócios e fatores de risco.

O framework de seleção de crédito da Pental é baseado em uma abordagem integrada de pesquisa de crédito que inclui a pesquisa de sua equipe de renda variável e pesquisa ASG interna e externa. A pesquisa do emissor da Pental é aprimorada por meio da colaboração com suas equipes de renda variável para obter insights de suas análises de investimento e direcionar os engajamentos com a empresa, além de discussões com o *head* de investimento responsável da Pental sobre fatores ASG considerados relevantes para o emissor que está sendo analisado. Esta abordagem ampliada da pesquisa promove um processo mais dinâmico com maior conhecimento das condições do mercado.

Outra forma de incorporar os fatores ASG é a aplicação de filtros de sustentabilidade explícita (melhor do setor) e éticos em todos os fundos de renda fixa dedicados à sustentabilidade da Pental. Para essas estratégias, cada emissor de dívida é classificado em um conjunto abrangente de categorias ASG. Os emissores com notas ASG que não atingem o ponto de corte de qualidade são excluídos do universo de investimento do fundo. Nesse caso, a nota ruim de ASG da CCL excluiu o emissor do universo de investimento das estratégias dedicadas de sustentabilidade da Pental mesmo antes do processo de seleção *bottom-up* descrito acima.

Tanto o processo de seleção de crédito (aplicado a todos os fundos de renda e de renda fixa da Pental) como o processo dedicado de triagem de sustentabilidade incorporam fontes internas e externas de informações ASG. Os provedores de dados ASG terceirizados conduzem análises aprofundadas de características e riscos não financeiros dos emissores (a CCL neste exemplo), utilizando sua pesquisa ASG independente.

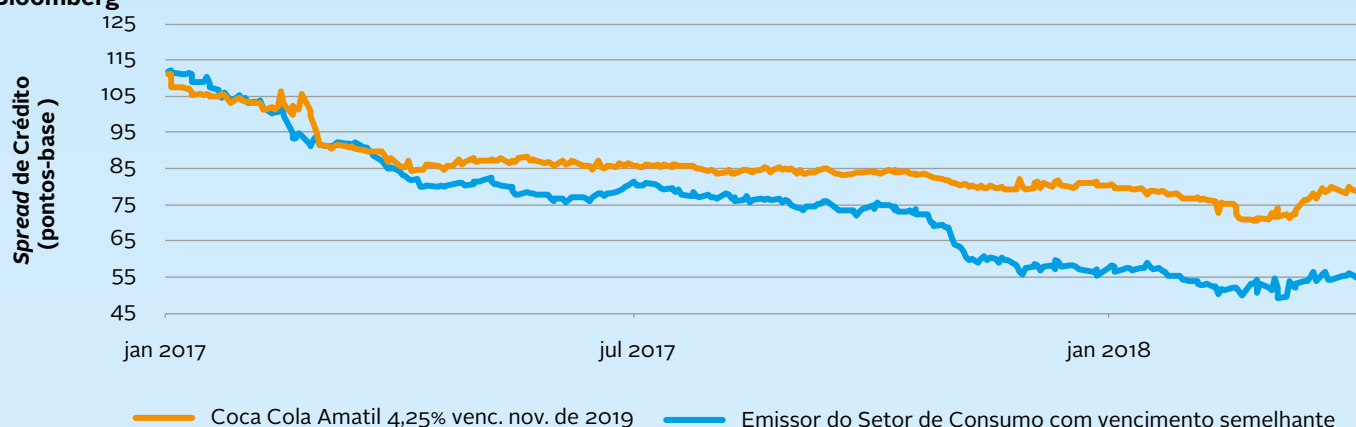
IMPLICAÇÕES DE MERCADO

Como ilustra o gráfico abaixo, os *spreads* de crédito da CCL tiveram um desempenho ruim em comparação com seus pares do setor de consumo em 2017 e 2018, quando as tendências sociais mudaram e a concorrência se intensificou (Figura 43).

Em abril de 2017, a engarrafadora de refrigerantes alertou o mercado de que seu lucro cairia, com base no volume e nas pressões de preço, pois seus principais produtos, que têm alto teor de açúcar, vinham enfrentando uma demanda menor. O case de investimento da Pental ganhou ainda mais força em março de 2018, quando a CCL foi rebaixada de BBB+ para BBB pela Fitch, refletindo a continuidade da

deterioração no desempenho dos negócios australianos da empresa devido a desafios estruturais (queda da demanda por bebidas carbonatadas) e à concorrência maior em bebidas não gaseificadas. Os *spreads* de crédito da CCL continuam apresentando desempenho ruim desde o último rebaixamento em sua classificação de risco.

Figura 43: Título de dívida da Coca Cola Amatil tem desempenho inferior ao de seus pares do setor de consumo. Fonte: Bloomberg



PRINCIPAIS PONTOS

A visão pessimista da Pental sobre a CCL e o atual desempenho ruim do emissor reforçaram a própria filosofia central de investimento da Pental de que a abordagem de uma empresa para gerenciar fatores ASG pode dizer muito sobre sua exposição a incidentes negativos e que valor pode ser agregado por meio da incorporação de fatores ASG no processo de seleção de crédito. Em particular, o estudo de caso acima é um exemplo de como o risco em investimentos em renda fixa pode ser mitigado a partir da consideração de aspectos ASG. Riscos ASG relevantes devem ser considerados no valuation de crédito, caso contrário, os investidores podem ficar expostos a eventos negativos (como um rebaixamento da classificação de risco) e seus investimentos podem, subsequentemente, apresentar desempenho inferior ao do mercado.

AVISO LEGAL

Este estudo de caso foi preparado pela Pental Institutional Limited (PIL) ABN 17 126 390 627, AFSL No. 316455, e as informações nele contidas são atuais em 12 de abril de 2018. Este documento não deve ser publicado ou disponibilizado para qualquer pessoa que não seja a parte a quem é fornecido. Este estudo de caso é meramente informativo e não deve ser considerado como uma declaração abrangente sobre qualquer assunto. Este documento foi preparado sem levar em consideração os objetivos, a situação financeira ou as necessidades do destinatário. Sendo assim, os destinatários devem analisar a adequação destas informações, antes de agir com base nelas, considerando os seus objetivos individuais, sua situação financeira e suas necessidades. Estas informações não devem ser consideradas como recomendações de compra ou venda de valores mobiliários. Este estudo de caso pode conter informações fornecidas por terceiros de boa fé e retiradas de fontes consideradas precisas na data de sua publicação. Embora esse material tenha sido publicado com as permissões necessárias, e todos os cuidados razoáveis tenham sido tomados para garantir que as informações neste estudo de caso estejam completas e corretas, até o limite máximo permitido por lei, nem a PIL nem qualquer empresa do Pental Group assume qualquer responsabilidade pela precisão ou integridade dessas informações. As projeções contidas nesta apresentação são preditivas e não devem servir de base para decisões ou recomendações de investimento. Embora a Pental tenha envidado todos os esforços para garantir que as suposições nas quais as projeções se baseiam são razoáveis, tais projeções podem ser baseadas em suposições incorretas ou podem não levar em consideração riscos e incertezas conhecidos ou desconhecidos. Os resultados efetivos podem diferir dessas estimativas de modo significativo. Este relatório não representa recomendação de compra ou venda de valores mobiliários. Para mais informações, visite www.pentalgroup.com.

INFORMAÇÕES DA EMPRESA

O Pental Group (antiga BT Investment Management) é uma gestora global de ativos listada na Austrália (ASX: PDL) e administra aproximadamente A\$ 99 bilhões (em 31 de março de 2018) em renda variável, renda fixa e estratégias alternativas. O investimento responsável faz parte da herança da gestora — sua primeira estratégia orientada para ASG foi lançada em 1984³⁰. O Pental Group administra aproximadamente A\$ 2 bilhões em estratégias dedicadas de investimento ético e sustentável em várias classes de ativos em contas combinadas e segregadas, personalizadas para atender às necessidades dos investidores.

30 O BT Charitable Fund (hoje Pental Sustainable Balanced Fund) foi lançado em 1984, quando o Pental Group Limited fazia parte do BT Financial Group Pty Ltd.

ANEXO 3

ORGANIZADORES E PARTICIPANTES DOS FÓRUNS

Data	Local	Organizador	Número de participantes	CRAs participantes
25 de setembro de 2017	Berlim (Alemanha)	PRI*	Painel	Moody's Investors Service
27 de outubro de 2017	Haia (Países Baixos)	Aegon AM	23	Moody's Investors Service
				S&P Global Ratings
2 de novembro de 2017	Toronto (Canadá)	University of Toronto AM	28	DBRS*
				Moody's Investors Service
				S&P Global Ratings
3 de novembro de 2017	Montreal (Canadá)	PSP Investments	26	DBRS*
				Moody's Investors Service
				S&P Global Ratings
10 de novembro de 2017	Nova York (EUA)	Neuberger Berman	28	Moody's Investors Service
				S&P Global Ratings
22 de novembro de 2017	Londres (Reino Unido)	Insight Investment, BNY Mellon	36	Beyond Ratings**
				Fitch Ratings*
				Moody's Investors Service
				Scope Ratings
				S&P Global Ratings
5 de dezembro de 2017	Estocolmo (Suécia)	Öhman	18	Moody's Investors Service
				S&P Global Ratings
25 de janeiro de 2018	Paris (França)	AXA Group	48	Beyond Ratings**
				Moody's Investors Service
				Scope Ratings
				S&P Global Ratings
26 de janeiro de 2018	Frankfurt (Alemanha)	Deutsche Börse	20	Dagong Europe Credit Ratings
				Moody's Investors Service
				Rating Agentur Expert RA
				Scope Ratings
				S&P Global Ratings
29 de janeiro de 2018	São Francisco (EUA)	Wells Fargo*	Painel	Moody's Investors Service
				S&P Global Ratings
26 de fevereiro de 2018	Sydney	Financial Services Council	29	Moody's Investors Service
				S&P Global Ratings

*A DBRS e a Fitch Ratings não são signatárias do ESG in Credit Ratings Statement, mas o PRI as convidou para os eventos como uma gentileza.

**A Beyond Ratings ainda não é uma CRA registrada, mas é signatária do ESG in Credit Ratings Statement.

LISTA DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS PARTICIPANTES³¹

GESTORES DE ATIVOS

- Aberdeen Standard
- ABN AMRO Bank N.V
- Achmea IM
- Actiam
- Addenda Capital Inc.
- AEGON AM
- AGF Investments Inc.
- AlphaFixe Capital
- AMP Capital Investors
- Amundi AM
- ANZ Global Wealth
- APG AM US Inc
- Ashmore Group plc
- Aviva Investors
- Baillie Gifford
- Bank of China IM
- Barings LLC
- BayernInvest K.mBH
- Beutel, Goodman & Company
- BlackRock
- BlueBay AM
- BNP Paribas AM
- Brandywine Global IM LLC
- Brown Advisory
- Canso Funds
- Christian Brothers Inv. Services, Inc.
- CIBC AM, Inc.
- Colchester Global Investors Ltd
- Colonial First State Global AM
- Commonfund
- Community Capital Management, Inc.
- Conning
- CoPower
- Cordiant Capital
- Danske Bank
- Deka Investment GmbH
- Desjardins
- Deutsche AM
- Ecofi Investissements
- Edmond De Rothschild AM
- Fidelity Investments
- Fiera Capital Corporation
- Global Evolution
- Groupama AM
- Hermes IM
- HSBC Global AM (France)
- HSBC Global AM (France)
- Insight Investment
- Investec AM
- J.P. Morgan AM
- Janus Henderson Investors
- Jarislowsky, Fraser Limited
- Jupiter AM
- Kempen Capital Management NV
- La Banque Postale AM
- La Française AM
- Lazard AM
- Legal & General Investment Management
- Macquarie Investment Management
- Man Group - GLG Partners
- Manulife AM
- MFS Investment Management
- MN
- Montrustco Bolton Investments, Inc.
- Natixis AM
- Neuberger Berman Group LLC
- NN Investment Partners
- Nord IX AG
- Nordea Bank AB
- Öhman
- Pental (former BTIM)
- Pictet AM
- PIMCO
- Resscapital AB
- Richmond Capital Management
- Robeco
- Rockefeller & Co.
- Sanso Investment Solutions
- SEB AB
- Shell AM Co.
- Standish Mellon AM
- State Street Global Advisors
- Stone Harbor Investment Partners LP
- Swedbank Robur
- Sycomore AM
- TD AM
- Tikehau Capital Advisors
- Trusteam Finance
- Union AM Holding AG
- 1919 Investment Counsel
- Pension Fund (AP1)
- FMO
- Healthcare of Ontario Pension Plan
- Hesta Super Fund
- Humanis
- IFC
- KfW Bankengruppe
- Landesbank Baden-Wuerttemberg
- Länsförsäkringar Fondförvaltning AB
- Local Government Superannuation Scheme
- MEAG Munich Ergo AM
- Natixis Assurances
- NSW Treasury Corporation
- NYC Office of the Comptroller
- OMERS
- Ontario Teacher's Pension Plan
- OPTrust
- Pensioenfonds PGB
- PSP Investments
- QBE Insurance Group Limited
- SCOR
- University of Montreal
- UTAM
- Victorian Funds Management Corporation

PROPRIETÁRIOS DE ATIVOS

- AMF
- Axa Group
- Caisse de dépôt et placement du Québec
- CDC - Caisse des dépôts et consignations
- CBUS Superannuation Fund
- CNP Assurances
- CN Investments
- ERAFP
- First State Superannuation Scheme
- First Swedish National

³¹ Além destas, as seguintes organizações participaram de mesas-redondas selecionadas: Aequo, Asic, Deutsche Bank, Institut Louis Bachelier, Jana, Normandin-Beaudry, RP Investment Advisors, Vigeo Eiris, Volkswagen.

CRÉDITOS:

Autora: Carmen Nuzzo, PRI

Editora: Eliane Chavagnon, PRI

Designer: Alessandro Boaretto, PRI

Os Princípios para o Investimento Responsável (PRI)

O PRI trabalha em conjunto com sua rede internacional de signatários para colocar em prática os seis Princípios para o Investimento Responsável. O objetivo dos Princípios é compreender as implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança (ASG), além de oferecer apoio aos signatários na integração desses temas às suas decisões de investimentos e titularidade de ativos. O PRI atua no interesse de longo prazo de seus signatários, dos mercados financeiros e das economias em que operam e, por fim, do meio ambiente e da sociedade em geral.

Os seis Princípios para o Investimento Responsável formam um conjunto de princípios de investimento voluntários e aspiracionais que oferecem uma gama de ações que permitem incorporar fatores ASG à prática de investimentos. Os Princípios foram desenvolvidos por investidores, para investidores. Ao implementá-los, os signatários contribuem para o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável.



Para mais informações, visite www.unpri.org.

O PRI é uma iniciativa de investidores em parceria com a **UNEP Finance Initiative** e o **Pacto Global das Nações Unidas**.

Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP FI)

A UNEP FI é uma parceria única entre o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA) e o setor financeiro global. A UNEP FI trabalha em estreita parceria com mais de 200 instituições financeiras signatárias da Declaração da UNEP FI sobre Desenvolvimento Sustentável e uma série de organizações parceiras para desenvolver e promover conexões entre sustentabilidade e desempenho financeiro. Por meio de redes de pares, pesquisa e treinamento, a UNEP FI coloca em prática sua missão de identificar, promover e realizar a adoção das melhores práticas ambientais e de sustentabilidade em todos os níveis das operações das instituições financeiras.



Para mais informações, visite www.unepfi.org.

Pacto Global das Nações Unidas

O Pacto Global da ONU é um chamado para que as empresas em todo o mundo alinhem suas operações e estratégias com os 10 princípios universais nas áreas de direitos humanos, direitos trabalhistas, meio-ambiente e combate à corrupção, e realizem ações de apoio aos objetivos da ONU e questões representadas pelos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. O Pacto Global da ONU é uma plataforma de liderança para o desenvolvimento, a implementação e a divulgação de práticas responsáveis pelas empresas. Lançado em 2000, trata-se da maior iniciativa de sustentabilidade corporativa do mundo, com mais de 8800 empresas e 4000 signatários não corporativos com sede em mais de 160 países e 80 Redes Locais.

Para mais informações, visite www.unglobalcompact.org.

