



República de Moçambique
MINISTÉRIO DA ECONOMIA E FINANÇAS
Gabinete de Gestão do Risco

METODOLOGIA DA MOODY' S AJUSTADA PARA AVALIAÇÃO DO RISCO DE CRÉDITO
DO SEE EM MOÇAMBIQUE

Maputo, Junho de 2020

FICHA TÉCNICA

Título:

Metodologia da Moody's ajustada para avaliação do risco de crédito do SEE em Moçambique

Propriedade:

Ministério da Economia e Finanças
Junho de 2020

Coordenação – Gabinete de Gestão do Risco:

Nazira Faquir Dista, Directora Nacional

Mussá Usman, Assessor do Ministro

Camilo Gomez Osório, Consultor Macro-Fiscal Residente, Fundo Monetário Internacional

Guilherme Okono, Consultor de Análise Financeira, Banco Mundial

Redacção:

Gift Moisés Essinalo

Victor Manuel Jossias

Khopre Nordino Munapeia

Ruth Cangela

Francisco Tchaúque

Odete da Luz Chirindza

Revisão Linguística:

Carlos F. Macuácuá

Endereço:

Gabinete de Gestão do Risco

Av. Julius Nyerere Nº 469, 5º Andar

Tel.: +(258) 82 2614543/84 7123651

Caixa Postal 4087

Maputo – Moçambique

www.mef.gov.mz

Este manual é de uso exclusivo do Ministério da Economia e Finanças. Nenhuma parte deste manual deve ser reproduzido ou transmitido por qualquer forma ou por qualquer processo electrónico, mecânico ou fotográfico, incluindo fotocópia, xerocópia ou gravação, sem autorização prévia e escrita do proprietário.

Todos os direitos reservados.

O Gabinete de Gestão do Risco (GGR) é uma unidade orgânica do Ministério da Economia e Finanças (MEF) responsável pela identificação, análise, monitoria dos riscos fiscais e elaboração de estratégias de mitigação bem como de assegurar o cumprimento de normas, procedimentos e prazos relativos às atribuições das unidades orgânicas do MEF.

O sector empresarial do Estado (SEE) é reconhecido como uma das potenciais fontes do risco fiscal “*explícito*” e “*implícito*” que precisa de ser monitorado constantemente. A componente explícita está associada à crescente carga para o Orçamento do Estado em transferências directas, subsídios, acordos de retrocessão, garantias e avales. A implícita está concentrada nas empresas que sistematicamente reportam resultados líquidos negativos e têm restrições de liquidez e solvência, e, por conseguinte, podem precisar de suporte do Orçamento do Estado. Esses resgates geram incentivos perversos “*moral hazard*” pois os beneficiários ficam encorajados a incorrer riscos excessivos e os credores a aceitar financiar projectos inviáveis na expectativa de receber recursos do Estado no futuro.

É dentro deste cenário que o GGR no desempenho do seu papel começou com as avaliações, análises e emissão de pareceres de risco de crédito das empresas que compõem o SEE com vista a alertar o Governo do risco fiscal associado ao refinanciamento dessas empresas. Inicialmente, as avaliações foram baseadas na metodologia Z-Score de Altman. No entanto, a consideração exclusiva de elementos quantitativos levou o gabinete a procurar metodologias alternativas que levassem em conta elementos qualitativos como a da Moody’s. A aplicação da Moody’s na sua plenitude foi limitada pelo facto de existir metodologias específicas para cada sector, associado à incompatibilidade das metodologias e à realidade moçambicana. Estas limitações fizeram com que o gabinete, através de adaptações e combinação dos factores de determinação de risco de crédito achadas relevantes nas diferentes metodologias sectoriais da Moody’s, criasse uma única metodologia para todos os sectores alinhados ao contexto moçambicano, denominada “*Metodologia da Moody’s ajustada para avaliação do risco de crédito do SEE em Moçambique*”.

O desenho da metodologia requereu o envolvimento das unidades orgânicas relevantes dentro do funcionamento normal do quadro institucional de implementação das análises de risco de crédito do SEE, como segue a descrição abaixo:

- i) Instituto de Gestão das Participações do Estado (IGEPE) – unidade gestora das empresas do Estado – responsável pela recolha e partilha de informação das empresas (incluindo a necessidade de seu financiamento) com a Direcção Nacional do Tesouro e o Gabinete de Gestão do Risco;
- ii) Gabinete de Gestão do Risco (GGR) – unidade de análise de risco fiscal - através dos dados das empresas obtidos junto do IGEPE, é responsável pelas análises e avaliação de risco de crédito das empresas com base na metodologias Z-Score de Altman e Moody’s ajustada (para casos que a empresa requer financiamento, consideração detalhada de outros elementos de risco de

crédito relevantes específicos da empresa e da análise e avaliação das condições dos termos de crédito) bem como partilha do parecer de risco de crédito junto da Direcção Nacional do Tesouro;

- iii) Direcção Nacional do Tesouro (DNT) – unidade gestora das Finanças Públicas – responsável pela decisão de refinanciamento (aprovação das garantias) das empresas do SEE mediante análise do parecer de risco de crédito, emitido pelo GGR e de consideração de outros elementos relevantes e partilha da decisão com o IGEPE.

O presente manual foi preparado para ser um guia aos técnicos do MEF em geral e do GGR em particular que lidam com as matérias relativas à análise e avaliação do risco fiscal, e neste caso específico, risco fiscal do SEE, com especial enfoque ao risco creditício.

Importa referir que os resultados das análises e avaliações do risco de crédito constituem instrumentos de alerta da exposição das Finanças Públicas ao risco fiscal inerente ao financiamento do SEE. Essas análises, embora cruciais, por si só, não são determinantes para a decisão de emissão das garantias ou outros instrumentos de apoio ao financiamento do SEE, mas sim, constitui um ponto inicial da análise e avaliação para a aprovação das mesmas.

Por fim, agradecimento especial vai ao Banco Mundial pela assistência técnica e financeira dado à iniciativa do GGR no desenho da metodologia.

ÍNDICE

NOTA PRÉVIA	iii
SIGLAS E ACRÓNIMOS.....	vi
I. INTRODUÇÃO	1
II. MODELO METODOLÓGICO	3
2.1 Factores Quantitativos.....	5
2.1.1 Dívida líquida/EBITDA	5
2.1.2 FCO/Serviço da dívida	5
2.1.3 Dívida/Capital total	6
2.1.4 Risco Cambial	7
2.1.5 Crescimento do EBITDA	8
2.2 Factores Qualitativos	8
2.2.1 Ambiente regulatório	8
2.2.2 Resiliência do mercado	10
2.2.3 Participação de accionistas minoritários no controlo da Empresa	10
2.2.4 Critérios de selecção e nomeação dos membros do Conselho de Administração da empresa	10
2.2.5 Qualidade, transparência e regularidade das informações contabilísticas.....	11
2.3 Factores de ajustamento da Pontuação Global.....	12
2.4 Complementaridade entre Metodologias e Regularidade da Avaliação	12
III. CONSIDERAÇÕES FINAIS	13
BIBLIOGRAFIA	14
ANEXO.....	15
Glossário	16

SIGLAS E ACRÓNIMOS

CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
EBITDA	<i>Earn Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
GGR	Gabinete de Gestão do Risco
MEF	Ministério da Economia e Finanças
SEE	Sector Empresarial do Estado

I. INTRODUÇÃO

O Ministério da Economia e Finanças (MEF) através do Gabinete de Gestão do Risco (GGR) correntemente faz as análises de risco creditício do sector empresarial do Estado (SEE) usando a metodologia Z-Score de Edward I. Altman modificado para Economias Emergentes. Esta metodologia tem o seu enfoque em indicadores de desempenho financeiro da empresa, nomeadamente: índice de liquidez, lucratividade, rendibilidade económica e solvabilidade.

A fim de reforçar a análise de risco creditício do SEE optou-se por desenvolver uma segunda metodologia, julgada complementar ao Z-Score, buscando assim fornecer uma ferramenta adicional para pareceres mais robustos. Neste intuito, foi arrolada a metodologia da Moody's, utilizada internacionalmente. Com assistência do Banco Mundial, algumas adaptações foram implementadas a fim de obter uma única metodologia que abarcasse diversos sectores presente no SEE, bem como para abordar características específicas de Moçambique.

A metodologia, doravante denominada *Moody's Ajustada*, avalia o risco creditício de uma empresa através de dez (10) indicadores, dos quais, cinco (5) quantitativos e outros cinco (5) qualitativos, apresentados na secção seguinte.

A metodologia está orientada para avaliar o risco de crédito de empresas públicas e maioritariamente participadas, e é usada para informar o Estado do nível de risco associado à operações de crédito que envolvam este sector. A finalidade é apoiar o Estado no desenho de mecanismos de minimização dos riscos fiscais provenientes do SEE.

O desenvolvimento da metodologia suporta a implementação do artigo 13, do decreto 77/2017 que regula os procedimentos relativos à emissão e aprovação de dívida pública bem como garantias pelo Estado. Igualmente, a metodologia serve de suporte para a entidade que supervisiona o SEE na sua função de coordenar e avaliar os planos anuais de endividamento das empresas, de acordo com o artigo 24 do Decreto 10/2019 que regula a Lei 3/2018 do SEE. A metodologia é abrangente, podendo ser aplicada a todos os tipos de operações de crédito, tais como acordos de retrocessão, e empréstimos estatais não

garantidos pelo Estado. A análise do risco creditício é anual, podendo também ser feita sempre que se julgar necessário.

Importa referir que a metodologia Moody's ajustada é complementar à metodologia Altman Z-Score, actualmente usada para a análise de riscos fiscais. A intenção é que as duas metodologias sejam utilizadas em conjunto para uma avaliação abrangente do SEE. A Moody's ajustada, que oferece uma análise mais pormenorizada das empresas, também poderá ser antecedida pela metodologia Altman Z-Score que poderá oferecer uma primeira ronda para classificação do risco creditício, por ser mais célere, directa e de aplicação fácil, uma vez disponíveis informações relevantes sobre o desempenho financeiro e a posição das empresas do SEE.

A mais valia da metodologia Moody's Ajustada está em captar imediatamente os efeitos das variáveis qualitativas que afectam a performance da empresa que levam muito tempo para serem capturados nas variáveis quantitativas, aliado ao facto da mesma dar uma indicação da direcção para a minimização do risco.

Caixa A: Metodologia Z-Score modificado para Economias Emergentes

O modelo Z-Score de Altman (1968) modificado para Economias Emergentes é um modelo estatístico baseado em históricos de dados financeiros das empresas usado para estimar a qualidade de crédito e a probabilidade de uma empresa não conseguir honrar os seus compromissos financeiros no curto e médio prazo em economias emergentes. O mesmo é descrito na equação a seguir:

$$Z=3.25+6.56X_1+3.26X_2+6.72X_3+1.05X_4$$

Onde Z representa a pontuação obtida pela empresa num determinado ano.

- **X1** = (Activo Circulante - Passivo Circulante) /Total do Activo - indicador de liquidez.
- **X2**= (Lucros Retidos + Resultados Líquidos do Exercício) /Total do Activo - índice de lucratividade.
- **X3** = Resultados antes de Juros e Impostos (EBIT) /Total do Activo – índice de rendibilidade económica.
- **X4** = Capital Próprio/Total do Passivo – índice de solvabilidade.

A pontuação do Z-Score permite a classificação das empresas em uma distribuição que varia de baixo à alto de acordo com a probabilidade de *default*, isto é, a probabilidade de não honrar os seus compromissos financeiros de curto e médio prazo. uma empresa com uma pontuação superior a 5.85 é classificada como de baixo risco creditício; se tiver uma pontuação no intervalo de 5.85 á 4.15 é classificada na zona de precaução ou de risco médio e; uma pontuação inferior a 4.15 a empresa é classificada de alto risco creditício, significando maior probabilidade da empresa entrar em *default*.

II. MODELO METODOLÓGICO

A metodologia desenvolvida vale-se de factores quantitativos e qualitativos para avaliar o nível de risco das empresas conforme ilustra a tabela 1. Os factores quantitativos dizem respeito aos indicadores financeiros cuja fonte de dados são demonstrações financeiras das empresas nomeadamente, o Balanço Patrimonial, Demonstrações de Resultados do Exercício e o mapa de Fluxo de Caixa, incluído as respectivas notas explicativas, enquanto os factores qualitativos dizem respeito ao ambiente em que as empresas operam, estendendo-se desde as questões de regulação do sector, resiliência a choques macroeconómicos, interferência do Estado, políticas de selecção e de renovação de mandatos dos membros do Conselho de Administração até à qualidade e transparência na divulgação das informações contabilísticas.

Tabela 1: Factores de ponderação de risco creditício do SEE.

QUANTITATIVOS		QUALITATIVOS	
Factor	Peso	Factor	Peso
Dívida Líquida/EBITDA (x)	15.0%	Ambiente regulatório	20.0%
FCO/Serviço da dívida (x)	12.5%	Resiliência do mercado	10.0%
Dívida/Capital total	10%	Participação de accionistas minoritários no controlo da Empresa	5.0%
Exposição ao risco cambial (%)	7.5%	Critérios de selecção e nomeação dos membros do Conselho de Administração da empresa	7.5%
Crescimento do EBITDA nos últimos 3 anos (%)	5.0%	Qualidade, transparência e regularidade das informações contabilísticas	7.5%
Subtotal	50.0%		50.0%
TOTAL			100.0%

Os factores presentes na tabela 1 são avaliados em termos de *score*, isto é, pontuação numérica consoante a tabela 2. Quanto menor for considerada a exposição ao risco do indicador em análise, menor será a pontuação atribuído à empresa, sendo o intervalo de pontuação definido entre 1 e 10 (tabela 2).

Por fim, a pontuação global de cada empresa é obtida através do somatório das pontuações dos indicadores, ponderados pelos pesos determinados na metodologia.

Assim, espera-se que empresas que apresentem um baixo risco de crédito obtenham uma pontuação final na parte inferior do intervalo definido entre 1 e 10, e ao passo que o risco creditício aumente, reflita também num aumento da pontuação obtida.

Tabela 2: Interpretação da pontuação global.

Pontuação	Classificação
[1 – 2]	Baixo Risco
]2 – 4]	Risco Médio Baixo
]4 – 6]	Risco Médio
]6 – 8]	Risco Médio Alto
]8 – 10]	Alto Risco

- **Baixo Risco** – classificação atribuída à empresas com capacidade extremamente forte de cumprimento de seus compromissos financeiros.
- **Risco médio baixo** – classificação atribuída à empresas com capacidade para cumprir os seus compromissos financeiros, mas que podem ser enfraquecidos mediante alterações adversas na conjuntura económica-financeira e negócios.
- **Risco médio** – classificação atribuída à empresas menos vulneráveis ao incumprimento relativamente aos da notação “*médio alto risco*”. Incertezas e exposição às condições adversas do negócio, financeira e económicas poderão conduzir à capacidade inadequada para cumprir com os seus compromissos financeiros.
- **Risco médio alto** – classificação atribuída às empresas muito vulneráveis e de alta dependência de condições favoráveis do negócio, financeiros e económicas, o que leva à alta probabilidade de incumprimento de seus compromissos financeiros.
- **Alto risco** – classificação atribuída às empresas em, ou na eminência de incumprimento de seus compromissos financeiros.

Nas secções 2.1 e 2.2 são apresentados os fundamentos para a selecção dos factores quantitativos e qualitativos presentes na tabela 1 e a forma como os mesmos são avaliados.

2.1 Factores Quantitativos

2.1.1 Dívida Líquida/EBITDA

Este indicador de alavancagem fornece o tamanho da dívida líquida da empresa em relação ao seu desempenho operacional representado pelo EBITDA.

- Dívida Líquida = Dívida Bruta – Disponibilidade
- EBITDA - Lucros Antes de Juros, Imposto, Depreciação e Amortização.

Admite-se que empresas com maior geração de resultados operacionais suportam maiores níveis de endividamento, sem necessariamente um aumento de risco.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
<2x	2x-4x	4x-5x	5x-6x	>6x

Este indicador é avaliado com base na tabela acima apresentada. Assim temos que:

- ✓ Se uma empresa reporta um rácio, neste indicador, inferior a 2x atribuímos a pontuação de 1 á 2.
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 2x e 4x atribuímos a pontuação de 2 á 4;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 4x e 5x atribuímos a pontuação de 4 á 6;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 5x e 6x atribuímos a pontuação de 6 á 8;
- e
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio superior a 6x atribuímos a pontuação de 8 á 10.

Constitui factor de ajuste deste factor a tendência do mesmo nos últimos 3 anos. O grau do ajuste é feito de forma discricionária, dependendo da percepção do analista, e não deve exceder -0,5x e +0,5x.

2.1.2 FCO/Serviço da dívida

Este indicador mostra como o fluxo de caixa gerado pela actividade operacional da empresa cobre as suas obrigações com juros e amortizações da dívida. Ela mostra a capacidade da empresa em cumprir os seus compromissos financeiros de curto prazo com sua geração de caixa operacional.

- FCO - geração de caixa operacional excluindo investimentos de expansão.
- Serviço da Dívida = Amortizações de empréstimos + Juros financeiros.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
>2.1x	2.1x-1.8x	1.8x-1.5x	1.5x-1.2x	<1.2x

- ✓ Se uma empresa reporta um rácio, neste indicador, superior a 2.1x atribuímos a pontuação de 1 á 2.
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 2.1x e 1.8x atribuímos a pontuação de 2 á 4;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 1.8x e 1.5x atribuímos a pontuação de 4 á 6;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 1.5x e 1.2x atribuímos a pontuação de 6 á 8; e
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio inferior a 1.2x atribuímos a pontuação de 8 á 10.

Constitui factor de ajuste deste factor a tendência do mesmo nos últimos 3 anos. O grau do ajuste é feito de forma discricionária, dependendo da percepção do analista, e não deve exceder -0.25x e +0,25x.

2.1.3 Dívida/Capital total

O grau de alavancagem financeira mostra a proporção de capitais próprios e da dívida que a empresa usa para financiar os seus activos e como o capital dos accionistas pode cobrir as obrigações com credores em caso de declínio da actividade principal da empresa.

- Capital Total = capitais próprios + dívida total
- Dívida Total = empréstimos bancários + similares.

Um baixo rácio neste indicador indica menos dependência a capitais de terceiros e menor risco a reivindicações sobre os activos da empresa.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
<0.20	0.20-0.35	0.35-0.50	0.50-0.65	>0.65

- ✓ Se uma empresa reporta um rácio, neste indicador, inferior a 0.20 atribuímos a pontuação de 1 á 2.
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 0.20 e 0.35 atribuímos a pontuação de 2 á 4;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 0.35 e 0.50 atribuímos a pontuação de 4 á 6;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 0.50 e 0.65 atribuímos a pontuação de 6 á 8; e

- ✓ Se uma empresa reporta um rácio superior a 0.65 atribuímos a pontuação de 8 á 10.

Constitui factor de ajuste deste factor a tendência do mesmo nos últimos 3 anos. O grau do ajuste é feito de forma discricionária, dependendo da percepção do analista, e não deve exceder -0.5 e +0.5.

2.1.4 Risco Cambial

Este indicador é uma *proxy* para compreender a exposição de uma empresa do SEE à alterações cambiais. Por simplificação, e por estar aderente à realidade moçambicana recente, escolheu-se fazer esta análise através do rácio *dívida mais similares a dívida em moeda externa/lucro bruto*.

Adicionalmente, para efeitos de ajustamento, uma análise dos fornecedores em moeda externa é necessária para reflectir a posição real do risco cambial proveniente da actividade operacional da empresa.

Como consideramos a exposição cambial um factor de alta relevância na atribuição de risco de crédito de uma empresa, quanto maior for o endividamento em moedas estrangeiras em relação ao seu lucro bruto, maior será a pontuação atribuída neste indicador, seguindo a gradação da tabela abaixo.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
<1x	]1x;2x]	]2x;3x]	]3x;4x]	>4x

- ✓ Se uma empresa reporta um rácio, neste indicador, inferior a 1x atribuímos a pontuação de 1 á 2.
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 1x e 2x atribuímos a pontuação de 2 á 4;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 2x e 3x atribuímos a pontuação de 4 á 6;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio entre 3x e 4x atribuímos a pontuação de 6 á 8;
- ✓ Se uma empresa reporta um rácio superior a 4x atribuímos a pontuação de 8 á 10.

Constitui factor de ajuste deste factor a tendência do mesmo nos últimos 3 anos. O grau do ajuste é feito de forma discricionária, dependendo da percepção do analista e da consideração de outros elementos operacionais relevantes que impactam no risco de crédito não constantes na definição acima.

2.1.5 Crescimento do EBITDA

Assume-se que empresas com altas taxas de crescimento do EBITDA possam suportar maiores níveis de endividamento por estarem em um processo de rápida desalavancagem e, por isso, convergirem rapidamente para índices de alavancagem mais conservadores.

Utilizamos como indicador a taxa anual de crescimento composta do EBITDA dos últimos 3 anos para indicar a velocidade de desalavancagem da empresa¹.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
>15%	0%-15%	0%	-15% - 0	<-15%

- ✓ Se uma empresa reporta um crescimento de EBITDA superior a 15%, atribuímos a pontuação de 1 á 2.
- ✓ Se uma empresa reporta um crescimento de EBITDA situado entre 15% e 0%, atribuímos a pontuação de 2 á 4;
- ✓ Se uma empresa reporta um crescimento de EBITDA de 0%, atribuímos a pontuação de 2 á 4;
- ✓ Se uma empresa reporta um crescimento de EBITDA situado entre 0% e -15%, atribuímos a pontuação de 6 á 8;
- ✓ Se uma empresa reporta um crescimento de EBITDA inferior a -15%, atribuímos a pontuação de 8 á 10.

Constitui factor de ajuste deste factor a tendência do mesmo nos últimos 3 anos. O grau do ajuste é feito de forma discricionária, dependendo da percepção do analista e da tendência, uma vez que a fórmula usada considera o primeiro e o último ano.

2.2 Factores Qualitativos

2.2.1 Ambiente regulatório

Para empresas de serviços públicos que normalmente operam como monopólio, com tarifas reguladas, o ambiente regulatório e o modo pelo qual a empresa se adapta a esse ambiente são considerações de crédito importantes. Através deste indicador estimamos

¹ Do inglês *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) é a taxa de retorno necessária para um investimento crescer de seu saldo inicial para o seu saldo final. O CAGR é calculado da seguinte forma $CAGR = \left(\frac{Vf}{Vi}\right)^{1/n} - 1$, onde Vf – valor final; Vi – valor inicial e; n – numero de periodos em anos.

a capacidade da empresa recuperar custos e obter retornos com base na previsibilidade e na consistência de uma base regulatória².

Para empresas que operam em mercados regulados, este indicador avalia-se três subfactores:

1. Existência de uma agência reguladora independente e como única autoridade na tomada de decisões;
2. Existência de regras e fórmulas estabelecidas para a determinação de tarifas sendo estas estáveis e respeitadas pelo menos nos últimos três anos;
3. Regras e fórmulas estabelecidas que garantam uma empresa modelo em recuperar custos e obter retorno sobre os investimentos autorizados.

Este indicador é avaliado de acordo com a tabela abaixo apresentado.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
Os três subfactores são observados.	Os três subfactores são observados, entretanto o subfactor 2 é observado por um período inferior a três anos.	Apenas os subfactores 2 e 3 são observados.	Apenas os subfactores 2 e 3 são observados, mas o subfactor 2 é observado por um período inferior a três anos.	Nenhum dos subfactores é observado.

As empresas que operam em mercados livres têm autonomia de determinar preços que ajudam a recuperar custos e obter retornos, sendo a priori pontuadas no extremo favorável, equiparando-as à empresas que operam em mercados com regulação favorável, e ou com barreiras para limitar a competição. Contudo, por se tratar de mercado livre abre espaço para incremento da competição o que pode tirar essa vantagem e colocar numa posição de alto risco.

² Baseado na metodologia da Moody's para Serviços Públicos Regulados de Gás e Electricidade, disponível em: <http://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1080600>, acessado no dia 06 de Novembro de 2019.

2.2.2 Resiliência do mercado

A resiliência está associada a capacidade do mercado resistir e adaptar-se em uma situação económica adversa. Mercados que tendem a sofrer menos impactos de ciclos económicos oferecem uma previsibilidade maior e assim um menor risco associado.

As empresas que operam em mercados resilientes tendem a estar menos expostas ao risco gerado pelos ciclos económicos.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
O mercado sofre pouca influencia dos ciclos económicos.	O mercado tem alguma exposição aos ciclos económicos, mas demonstra certa resiliência.	O mercado tende a flutuar em linha com os ciclos económicos.	O mercado tende a exacerbar um pouco o desempenho do resto da economia.	O mercado tende a exacerbar muito o desempenho do resto da economia.

2.2.3 Participação de accionistas minoritários no controlo da Empresa

A participação de sócios minoritários em empresas do SEE apresenta-se como um mitigador de risco de crédito na medida que se espera que estes sócios, com interesses exclusivamente económico-financeiros, tenham relevância em tomadas de decisões estratégicas, preservando a saúde financeira da empresa frente a outros interesses.

Conforme indicado na tabela abaixo, empresas do SEE que possuam uma participação minoritária igual ou superior a 40% terão sua pontuação denotando baixo risco de crédito (entre 1 e 2). Esta pontuação cresce gradativamente conforme a menor participação de sócios minoritários, sendo que em empresas com participações minoritárias inferior a 10% receberão uma pontuação no mais elevado intervalo da metodologia (8 a 10).

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
>40%	40%-30%	30%-20%	20%-10%	<10%

2.2.4 Critérios de selecção e nomeação dos membros do Conselho de Administração da empresa

Os membros do Conselho de Administração são dirigentes e responsáveis pela gestão da empresa, e, portanto, devem estar preparados para responder às atribuições. Uma definição clara dos requisitos mínimos para o cargo, minimiza a possibilidade de o cargo ser assumido por indivíduos menos qualificados.

Para atender a este quesito, três (3) subfactores são levados em conta:

1. Critério de selecção e nomeação dos órgãos do Conselho de Administração baseado na avaliação de competências, habilitações académicas e experiência profissional na área;
2. Continuidade do mandato baseado na avaliação do desempenho;
3. Remuneração variável em função do desempenho da empresa.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
Todos os subfactores são observados.	Somente os subfactores 1 e 2 são observados.	Somente os subfactores 2 e 3 são observados.	Apenas o subfactor 3 é observado.	Nenhum dos subfactores é observado.

A pontuação neste factor poderá ser ajustada mediante as observações das deficiências na implementação dos subfactores acima listados.

2.2.5 Qualidade, transparência e regularidade das informações contabilísticas

O acesso à informação permite que os diferentes *stakeholder's* possam utilizá-la na análise do risco a que estão expostos. Assume-se que empresas com boa performance e transparentes não retardam e são consistentes na divulgação da informação contabilística, tornando fácil uma análise em perspectiva da situação de uma empresa.

Os aspectos analisados neste indicador são:

1. Pontualidade na divulgação das informações contabilísticas, de acordo com a lei vigente.
2. Manutenção do padrão da divulgação das informações contabilísticas;
3. Períodos que a empresa cumpre os subfactores acima sem interrupção - regularidade.

[1-2]	]2-4]	]4-6]	]6-8]	]8-10]
Subfactores 1 e 2 são observados por um período mínimo de 3 anos consecutivos.	Subfactores 1 e 2 são observados por um período inferior a 3 anos consecutivos.	Apenas o subfactor 1 é observado e num período inferior a 3 anos	Apenas o subfactor 2 é observado e num período inferior a 3 anos	Nenhum dos subfactores foi observado na última divulgação de resultados

Importa referir que as informações contabilísticas referidas devem estar auditadas e fazerem-se acompanhar do parecer do auditor.

2.3 Factores de Ajustamento da Pontuação Global

A pontuação global obtida da avaliação dos factores listados em 2.1 e 2.2 são ajustados de acordo com histórico de transferências monetárias entre a Empresa e o Estado. Assim, empresas que tem histórico de receber fundos do Estado e não reembolsar e ou estarem em incumprimento das suas obrigações financeiras são ajustados negativamente, enquanto as empresas com históricos de transferir dividendos, não beneficiar de subsídios e ou estarem em cumprimento das obrigações financeiras são ajustados positivamente. Determinada de forma discricionária, estes ajustes variam no intervalo de menos um (-1) a mais um (+1).

Abaixo estão listados os itens levados em conta no ajustamento da pontuação global:

- i) Transferência de dividendos para o Estado;
- ii) Subsídios;
- iii) Garantias, avales, carta de conforto e empréstimos.

Para uma avaliação prospectiva, uma análise dos orçamentos previsionais das empresas, dos planos de investimento e ou reestruturações e da evolução do mercado é necessária para reflectir o risco creditício real.

2.4 Complementaridade entre Metodologias e Regularidade da Avaliação

Numa fase inicial, a metodologia Z-Score poderá ser aplicada a todas as empresas do SEE consideradas relevantes (tal como feito no relatório de risco de crédito SOE 2016 – 2018). Os resultados do Z-Scores poderiam ser utilizados na priorização das empresas para uma análise de risco mais pormenorizada. Assim, constituiriam critérios de selecção das empresas a dimensão dos activos (grandes) e o nível de risco avaliados a partir da metodologia Z-Score (alto risco). A metodologia Moody's ajustada pode então ser usada para avaliar regularmente a solvabilidade das empresas prioritárias seleccionadas. Além das avaliações regulares, recomenda-se que o Governo aplique a metodologia de notação de crédito antes de entrar em novos passivos contingentes (garantias, acordos de retrocessão e empréstimos SOE não garantidos).

III. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A *Metodologia de Moody's Ajustada* foi desenvolvida para avaliar o risco de crédito do SEE de uma maneira complementar à metodologia Z-Score de Edward I. Altman, actualmente utilizada nas análises de riscos fiscais. A presente metodologia está alinhada ao quadro legal de gestão de dívida e garantias, incluindo do sector empresarial do Estado, nomeadamente o decreto 77/2017 e do decreto 10/2019 que regula a Lei 3/2018.

A expectativa é que ao utilizar-se diferentes indicadores obtenha-se uma melhor percepção do nível de risco do SEE de forma a suportar o desenho de mecanismos para a mitigação de riscos.

O desenvolvimento da metodologia é um processo contínuo que vai acompanhar as dinâmicas económicas e financeiras. Os indicadores incluídos na análise e pesos atribuídos aos factores de rating serão sujeitos à revisões constantes e poderão sofrer alterações com vista a aprimorar a avaliação de risco creditício. Para assegurar credibilidade e transparência, todas as alterações efectuadas e impactos sobre a pontuação serão registadas e devidamente comunicadas.

BIBLIOGRAFIA

FERNANDES, C., PEGUINHO, C., VIERA, E. e NEIVA, J. (2016). **Análise financeira – teoria e prática**. 4ª Edição, Lisboa, Edições Silabo Lda.

MOTA, A. G. (2012). **Finanças da empresa – da teoria à prática**. 5ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo.

Lei n.º 3/2018, de 19 de Junho, **Estabelece os princípios e regras aplicáveis ao Sector Empresarial do Estado**.

Metodologia de rating da Moody's para aeroportos sob gestão privada e emissores relacionados. Disponível em: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1094162.

Metodologia de rating da Moody's para concessionárias não reguladas de serviços públicos e empresas não reguladas de geração de energia. Disponível em: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1074905.

Metodologia de rating da Moody's para empresas globais de transporte ferroviário de passageiros. Disponível em: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1078565.

Metodologia de rating da Moody's para prestadores de serviços de telecomunicações. Disponível em: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1061947.

Metodologia de rating da Moody's para serviços públicos regulados de gás e electricidade. Disponível em: http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1080600.

Moody's rating methodology for airline industry. Disponível em: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1091811.

Moody's rating methodology for global oilfield services industry. Disponível em: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1062654.

ANEXO

Glossário

Accionista	Detentor de capital ou parte de capital de uma determinada empresa, acções, proprietário da empresa.
Amortização da dívida	Pagamento periódico de parcela do empréstimo previamente definido.
CAGR	Do inglês, a sigla corresponde “ <i>Compound Annual Growth Rate</i> ”, que traduzido quer dizer taxa de crescimento anual composta, mede o retorno necessário para um investimento crescer de seu saldo inicial para o seu saldo final. Essa taxa “ <i>fictícia</i> ” de retorno estimaria como o investimento teria crescido se os retornos fossem constantes.
Capital de terceiros (alheio)	Passivo exigível (obrigações) da empresa e representa os investimentos feitos com recursos de terceiros (empréstimos bancários, compra de mercadorias a prazo, etc.).
Capital próprio	Valor líquido do património de uma empresa. É a soma do capital social, suas variações, os lucros e as reservas. Corresponde a diferença entre os activos totais (conjunto de todos os bens e direitos) e passivos totais (obrigações perante terceiros).
Capital social	Investimento inicial feito pelos proprietários da empresa e corresponde ao património líquido inicial. Pode ser alterado mediante investimentos adicionais (aumentos de capital) ou desinvestimentos (diminuições de capital).
Credor	Indivíduo, organização ou instituição que concede crédito ou empréstimo a <i>outrem</i> .
Default	Quando uma pessoa, empresa ou um país deixa de honrar os compromissos no prazo e nas condições previstas.
Depreciação e amortização	Termo contabilístico usado para designar a desvalorização dos activos permanentes tangíveis (depreciação) e intangíveis (amortização) de uma empresa durante o período de vida útil. A depreciação dos activos decorre do uso, do desgaste natural ou, ainda, de sua obsolescência enquanto a amortização decorre da redução no tempo contratual para a utilização do bem ou direito.
Dívida bruta	Representa o somatório de todos os compromissos financeiros da empresa (empréstimos financeiros de curto prazo e longo prazo).
Dívida bruta ajustada	Representa o somatório de todos os compromissos financeiros da empresa acrescido os similares, como as obrigações atrasadas para com os fornecedores, para com o Estado entre outros.

Dívida líquida	Diferença entre a dívida bruta e o que a empresa tem disponível actualmente para a quitação (caixa e equivalentes).
Dívida líquida ajustada	Diferença entre a dívida bruta ajustada e as disponibilidades (caixa e equivalentes).
EBITDA	Do inglês, a sigla corresponde “ <i>Earn Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> ”, que traduzido quer dizer Lucros Antes de Juros, Imposto, Depreciação e Amortização (LAJIDA). Proxy de geração de caixa operacional da empresa, diz quanto a empresa gera de recursos apenas em suas actividades operacionais, desconsiderando os efeitos financeiros e de impostos. Este indicador mostra o desempenho real da empresa num determinado período.
Fluxo de caixa	Entrada e saída de caixa oriundas de todas as operações da empresa (operacional, de investimento e financeiras).
Fluxo de caixa operacional	Geração de caixa oriunda da actividade principal da empresa. Mostra o valor de caixa gerada pela actividade operacional.
Juros	Valor a ser pago pelo devedor por estar a usar recursos financeiros de terceiros. Remuneração efectiva do capital, recebida pelo financiador, decorrente do prazo concedido.
Mercado livre	Sector caracterizado pela existência de livre negociação entre vendedores e compradores, permitindo a fixação de tarifas e demais soluções que melhor se adequa às necessidades dos actores.
Mercado regulado	Sector caracterizado pela existência de um agente geralmente independente e que goza de autonomia para a determinação de regras e fixação de tarifa a ser aplicada no sector, cabendo aos vendedores e compradores deste sector transaccionar nas condições estabelecidas pelo agente.
Património:	Conjunto de activos (bens e direitos) e passivos (obrigações).
Património líquido:	Diferença entre os activos (conjunto de todos os bens e direitos) e passivos (todas as obrigações financeiras perante terceiros).
Resiliência do mercado:	Capacidade do mercado resistir ou adaptar-se face à mudanças económicas adversas.
Risco	Incerteza face à ocorrência de determinados acontecimentos futuros.
Risco de crédito	Probabilidade de um devedor não honrar com seu compromisso no prazo e condições acordadas.
Stakeholder	Pessoa, grupo ou entidade com legítimos interesses no desempenho de uma empresa, e cujas decisões e actuações podem afectar, directa ou indirectamente, essa mesma empresa. Inclui funcionários, gestores, proprietários

(accionistas ou sócios), fornecedores, clientes, credores, Estado, sindicatos e diversas outras pessoas ou entidades que se relacionam com a empresa, e nesta possuem interesses de diversa natureza.

Risco cambial

Possibilidade de ganhos ou perdas imprevisíveis como resultado das alterações nas taxas cambiais entre as moedas, dificultando a previsibilidade e planeamento da empresa.

Sector Empresarial do Estado

Conjunto de unidades produtivas e comerciais do Estado, organizadas e geridas de forma empresarial, integrando as empresas públicas e as maioritariamente participadas pelo Estado.

Serviço da dívida

Somatório dos pagamentos de juros e do principal (amortização da dívida).