

Francisco Lobo
Analista de Crédito | Banco Santander (Brasil) S/A
francisco.lobosantander.com.br

Depois de entender o que é crédito privado, o próximo passo é conhecer um dos principais fatores que influenciam a remuneração desses investimentos: o risco de crédito.

Se você já se perguntou por que alguns títulos rendem mais do que outros, mesmo sendo todos de renda fixa, a resposta passa por aqui. Neste material, você vai entender o que é, de fato, risco de crédito; por que papéis mais arriscados oferecem retornos maiores; como o setor de atuação da empresa impacta a percepção de risco; o que são e como interpretar os *ratings* de crédito; quais indicadores financeiros ajudam a avaliar a saúde de uma companhia; qual o papel das garantias — e por que nem sempre elas aparecem — e, por fim, o que acontece quando uma empresa não honra suas dívidas.

Ao fim da leitura, você estará mais preparado para identificar os riscos por trás de cada oportunidade de crédito privado — e, com isso, tomar decisões mais seguras e alinhadas ao seu perfil de investidor.

O que é risco de crédito?

O risco de crédito é a possibilidade de o emissor de um título (a empresa) não cumprir com as obrigações assumidas — ou seja, não pagar os juros ou o valor principal no prazo combinado.

Quanto maior a chance de inadimplência percebida, maior o risco. E, para compensar esse risco, o emissor geralmente precisa oferecer um retorno mais alto ao investidor.

Por que títulos arriscados pagam mais?

O crédito privado funciona com uma lógica simples: quanto maior o risco, maior o prêmio.

Empresas com menor solidez financeira, maior grau de endividamento ou que atuam em setores mais voláteis precisam pagar taxas maiores para atrair investidores. Já empresas mais confiáveis, com boa saúde financeira e histórico sólido, podem captar a taxas mais baixas, pois oferecem menor risco.

Assim, o investidor é remunerado proporcionalmente ao risco que assume.

O papel do setor de atuação

Nem todos os setores econômicos têm o mesmo perfil de risco. Há segmentos naturalmente mais previsíveis e resilientes, como saneamento, energia elétrica e concessões rodoviárias, que contam com receitas recorrentes e regulação estável.

Por outro lado, setores como varejo, construção civil, aviação ou tecnologia podem apresentar maior volatilidade, margens apertadas e maior exposição a ciclos econômicos.

Rating de crédito: o termômetro do risco

As agências de classificação de risco (como Fitch, **Moody's** e S&P) atribuem uma nota de crédito — ou *rating* — às empresas e aos seus títulos. Essa nota ajuda a identificar a solidez do emissor e a probabilidade de inadimplência.

Existem dois tipos de escala:

- Escala global: compara o risco da empresa com emissores do mundo todo.
- Escala nacional: compara o risco dentro do país, entre empresas que atuam no mesmo ambiente econômico e institucional.

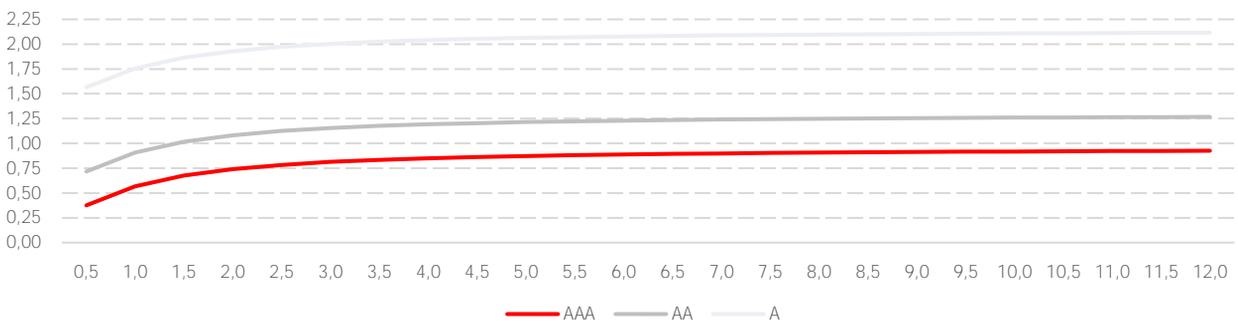
No mercado doméstico, usamos quase sempre a escala nacional. E aqui vale um ponto importante:

Na escala nacional, os *ratings* costumam variar de AAA (menor risco) até A. Abaixo de BBB-, os títulos já são considerados especulativos, com nível elevado de risco de crédito.

E sejamos francos: uma empresa dificilmente contrata uma agência de *rating* para atestar que ela é uma má pagadora. A presença de *rating* tende a ser uma iniciativa para aumentar a atratividade de um título — por isso, mesmo notas “ok” (como um BBB+) já devem acender um sinal de alerta para o investidor.

O *rating*, portanto, é um bom ponto de partida, mas nunca deve ser o único critério de decisão.

Gráfico 1. Spreads (eixo y) vs. durations (eixo x) de debêntures por rating



Fontes: Anbima e Santander. Data de referência: 10/jun. As curvas de crédito da Anbima consideram debêntures remuneradas em DI e IPCA.

O que observar nas finanças das empresas?

Além do setor e do *rating*, alguns indicadores financeiros ajudam a entender melhor o risco de crédito de uma empresa. Os mais relevantes se concentram no nível de alavancagem e na capacidade de pagamento da dívida. Veja os principais:

- **Dívida Líquida/Ebitda:** mostra quantos anos a empresa levaria para pagar sua dívida líquida com o lucro operacional atual (antes de juros, impostos, depreciação e amortização). É um dos principais indicadores de alavancagem e amplamente utilizado pelo mercado para medir a capacidade de pagamento da dívida. Não existe um número “ideal” universal para esse indicador. O que é considerado saudável pode variar bastante de setor para setor. Empresas de infraestrutura, por exemplo, costumam operar com alavancagem mais alta, enquanto empresas do setor de tecnologia ou consumo podem adotar estruturas mais conservadoras. Ainda assim, como referência de mercado, costumamos considerar que uma empresa começa a ser vista como mais alavancada quando esse indicador supera 3,5x. Acima desse nível, o risco de crédito tende a ser percebido como mais elevado — especialmente se não houver uma geração de caixa forte e estável para sustentar o endividamento.
- **Dívida Líquida/Patrimônio Líquido (PL):** compara o endividamento com o capital próprio da empresa. Outro indicador de alavancagem, mostra o grau de dependência de capital de terceiros.
- **Dívida de curto prazo/Dívida total:** indica qual parte da dívida vence no curto prazo (em até 12 meses). Quanto maior esse percentual, maior a pressão sobre o caixa no curto prazo.
- **Caixa/Dívida de curto prazo:** mostra se a empresa tem recursos imediatos para honrar seus compromissos mais urgentes. Um índice igual ou superior a 1 indica que a empresa tem caixa suficiente para pagar as dívidas que vencem no curto prazo. Se o indicador for menor que 1, significa que a empresa não tem dinheiro em caixa suficiente para cobrir as obrigações imediatas. Nesse caso, ela precisará gerar caixa operacional rapidamente (através de vendas, redução de custos, etc.) ou recorrer a novas captações no mercado — o que pode não ser viável se o cenário estiver adverso. Por isso, esse indicador é um dos primeiros sinais de tensão de liquidez, e deve ser observado com atenção.

- Índice de Cobertura do Serviço da Dívida: avalia se a geração de caixa é suficiente para cobrir o serviço da dívida (juros + amortizações). É um indicador muito utilizado em operações estruturadas ou dívidas de projeto, como em infraestrutura ou agronegócio.

Garantias: uma camada extra de proteção (mas nem sempre necessária)

Alguns títulos contam com garantias que funcionam como uma proteção adicional para o investidor em caso de inadimplência. Essas garantias podem ser:

- Garantias reais: vinculadas a bens tangíveis ou direitos, como imóveis, recebíveis, ações ou equipamentos.
- Garantias fidejussórias: baseadas em aval ou fiança de terceiros (geralmente sócios ou controladores).

No entanto, a presença de garantia está frequentemente relacionada ao risco de crédito percebido da empresa.

Se o emissor é considerado mais arriscado, os investidores e coordenadores da oferta costumam exigir garantias como forma de reduzir o risco percebido e viabilizar a captação.

Por outro lado, empresas com *ratings* AAA dificilmente oferecem garantias — porque não precisam. Seu histórico e solidez financeira já são suficientes para o mercado confiar no pagamento da dívida.

A garantia, portanto, é um instrumento de barganha: o emissor usa quando quer baratear o custo da dívida ou tornar a oferta mais atrativa para o investidor. Se uma emissão não tiver garantia, isso não significa necessariamente que ela é arriscada. Muitas vezes, o mercado simplesmente entende que o risco é baixo o suficiente para não exigir garantias adicionais.

A empresa me deu um calote. E agora?

Quando uma empresa deixa de pagar um título de crédito privado — seja o cupom (juros) ou o valor principal — dizemos que houve um evento de inadimplência.

Nesse momento, entra em ação o agente fiduciário, uma instituição independente contratada para defender os interesses dos investidores daquela emissão. Ele será responsável por:

- Notificar a empresa e tentar uma negociação amigável;
- Acionar garantias, se houver;
- Encaminhar o processo para cobrança judicial, se necessário;
- Coordenar propostas de reestruturação da dívida, se for o caso.

A depender do tipo de garantia e da situação financeira da empresa, pode haver recuperação parcial ou total do valor investido — mas o processo pode ser longo e burocrático.

Para evitar surpresas desagradáveis, é fundamental considerar o risco de crédito antes de investir.

Risco vs. retorno: o papel do assessor

Avaliar o risco de crédito é essencial para tomar decisões conscientes e equilibradas. Nem sempre o maior retorno bruto é a melhor escolha: é preciso verificar se o risco assumido está adequado ao seu perfil e aos seus objetivos.

O papel do assessor é justamente ajudar a traduzir essas informações técnicas em decisões práticas, mostrando quais papéis fazem sentido dentro da sua estratégia de investimentos.

Confira mais edições da série Research Explica [aqui](#).

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Instrução Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander**, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Tem interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.
- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.